Historia de las doctrinas monetarias

DR. JUAN RAMÓN RALLO JULIÁN

LECCIÓN 1 – EL ANÁLISIS ESCOLÁSTICO DE LAS MUTACIONES MONETARIAS Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Antecedentes: el sistema monetario medieval

Antes de relatar las principales reflexiones sobre el dinero que se elucubraron durante la Baja Edad Media y la primera parte de la Edad Moderna, se hace necesario exponer cómo se organizaba su sistema monetario. Sólo sumergiéndonos en su contexto temporal y conceptual podremos comprender adecuadamente los razonamientos que emplearán los economistas de esta época.

La principal característica del sistema monetario medieval es que la unidad de cuenta en la que se expresaban los precios de los bienes y servicios no poseía materialización alguna en forma de medios de pago o monedas. Así, las unidades de cuenta de Inglaterra eran la libra esterlina, los chelines y los peniques, y en Francia, la libra tornesa, los sueldos y los denarios (en ambos casos, 1 libra = 20 chelines/sueldos = 240 peniques/denarios), pero ni en un caso ni en el otro existían monedas "de una libra" o "de un penique". Lo que nos encontrábamos eran distintas monedas con nombres muy diversos (ecú, real, noble, ángel, florín, doblón, ducado, etc…) que, a su vez, poseían un valor en términos de esas unidades de cuenta imaginarias. Por ejemplo, en 1343 se puso en circulación el "florín de oro" con un valor de 6 chelines y, en 1344, el "noble", con un valor de 6 chelines y 8 peniques. Los precios se expresaban en chelines pero se pagaban en monedas que a su vez también poseían un precio en chelines: por ejemplo, si una determinada mercancía tenía un precio de 12 chelines, podía adquirirse abonando dos florines de oro.

Ciertamente, lo razonable y más sencillo habría sido que, en lugar de emplear unidades de cuenta imaginarias a las que ligar el valor de las distintas monedas, los precios se expresaran en masa de oro y plata (el bien X tiene un precio de 50 gramos de oro); y de hecho, en un comienzo eso era lo que sucedía: verbigracia, las primeras monedas de plata acuñadas en la Inglaterra normanda hacia la mitad del siglo XI contenían la masa de plata equivalente a una libra, esto es, equivalente a 5.400 granos de plata (a su vez, la onza inglesa equivalía a 450 granos de plata, de ahí que 20 peniques tuvieran el valor de una onza). Nótese que el "grano" era la unidad de masa básica dentro del sistema de medidas inglés y equivalía a casi 65 miligramos.

Sin embargo, con el paso de los años las monedas de plata fueron perdiendo parte de su contenido metálico (tanto por los frecuentes rascados privados como por el deliberado envilecimiento regio), pese a lo cual se siguió llamando "libra" a la suma de divisas que contenían menos de 4.500 granos de plata. La agregación de 240 monedas de un penique ya no contenía 5.400 granos de plata (como sí lo seguía haciendo la unidad de masa "libra de plata"). La unidad de cuenta formal, pues, dejaron de ser los granos de plata (masa de plata) y pasó a serlo una unidad imaginaria sin contenido material específico. De hecho, dejaron de circular divisas cuyo valor nominal (en libras, chelines o peniques) guardara alguna relación con la unidad de masa de la que procedían. Con diversas salvedades, todos estos comentarios también explican las desventuras del sistema monetario español o del francés.

Fijémonos en que este sistema de unidades de cuenta abstractas provocaba que las monedas tuvieran *transitoriamente* dos valores: el valor nominal o facial (cuántas libras, chelines o peniques representa esa moneda) y el valor real (cuántas libras, chelines o peniques *vale* el oro o la plata que contiene una moneda). Al fin y al cabo, el oro y la plata no amonedados

también se vendían en el mercado y cotizaban a un precio en libras, chelines o peniques, que podía ser mayor o menor al valor de las monedas en que esa masa de oro o plata podía convertirse en las cecas, esto es, en las casas de acuñación.

Por ejemplo, supongamos que la casa de acuñación intercambia un marco de oro (unidad de masa equivalente a 250 gramos de oro) por 8 florines de oro (con un peso de 31,25 gramos cada uno), estando el valor nominal de cada florín fijado en 6 chelines (de modo que los 8 florines tendrán un valor de 48 chelines). Si no sucede nada raro, parece claro que el valor de 250 gramos de oro será igual a 48 chelines. Al fin y al cabo, sólo estamos afirmando que

31,25 gramos de oro (masa) = 1 florín de oro (nombre de la moneda) = 6 chelines (valor abstracto de la monedo o de la masa de oro) = 31,25 gramos de oro

No tendría mucho sentido que nadie entregara un florín para comprar 30 gramos de oro (pues podría refundir el florín y extraer 31,25 gramos de oro) ni que nadie aceptara entregar 32 gramos de oro por un florín (pues, dejando a un lado el coste del señoreaje, podría acudir a la casa de acuñación y convertir 31,25 gramos de oro en un florín). Ahora bien, si la identidad anterior se quiebra en algún momento por las diversas circunstancias que estudiaremos a continuación, necesariamente tenderán a aparecer discrepancias entre el valor nominal de un florín (6 chelines) y su valor real en función del oro que contenga.

Por ejemplo, supongamos que el Príncipe decide reducir el contenido metálico de cada florín a la mitad, es decir, 15,6 gramos de oro sin modificar su valor nominal (6 chelines). En tal caso, el precio de mercado de 31,25 gramos de oro ya no será de 6 chelines, sino de 12 chelines. Aunque su valor nominal se mantenga, su valor real se habrá depreciado debido a su menor contenido metálico: no sólo el oro subirá de precio, sino también todos los restantes bienes y servicios (lo que no significa que el ajuste sea instantáneo, sino que habrá una tendencia a que los precios terminen duplicándose).

Semejante situación da lugar, además, a una cierta esquizofrenia monetaria. Si el Príncipe sólo ha envilecido el contenido metálico de ciertos florines pero no de otros (los que ya estuvieran circulando y fuera de su poder), tendremos dos monedas que formalmente reciben el mismo nombre pero con un contenido metálico muy distinto: unos florines tendrán 31,25 gramos de oro y otros 15,6 gramos… pero los dos florines tendrán el mismo valor nominal de 6 chelines. En tales circunstancias, parece evidente que los agentes económicos que manejen ambas monedas optarán por desprenderse primero de aquellas con un menor contenido metálico y atesorarán las de mayor calidad (al cabo, si el Príncipe no lo prohibiera, quienes dispongan de florines de 31,25 gramos podrían refundirlos en el doble de florines de 15,6 gramos, adquiriendo entonces el doble de chelines). Esta circunstancia es lo que posteriormente se conoció como la Ley de Gresham, esto es, que *la moneda mala expulsa a la buena*: todos los intercambios se efectúan en divisa envilecida y nadie vuelve a ver en circulación la moneda más rica en metal. Démonos cuenta, empero, que la moneda mala sólo desplaza a la buena cuando se establece un tipo de cambio sobrevaluado entre ellas. En el caso anterior, se estaba afirmando por ley que:

15,6 gramos de oro (masa) = 1 florín de oro (nombre de la moneda) = 6 chelines (valor abstracto de la monedo o de la masa de oro) = 31,25 gramos de oro (masa del florín antiguo)

Lo cual evidentemente no es cierto. Si el Príncipe no impusiera un tipo de cambio sobrevaluado y permitiera que el mercado revaluara la moneda con mayor contenido metálico, ambas podrían circular con absoluta fluidez. La gente utilizaría indistintamente dos florines envilecidos o un florín no envilecido para abonar un precio de 12 chelines. Es la

obligación legal de querer hacer pasar por 6 chelines las monedas que deberían valer 12 (es decir, hacer pasar por 15,6 gramos de oro lo que son 31,25 gramos) lo que expulsa de los intercambios a la moneda buena.

Las mutaciones monetarias

Efectuadas estas consideraciones, podemos proceder a analizar cuáles son las distintas alteraciones a las que puede verse sometida una moneda –especialmente a cuenta de las manipulaciones que practicaba el Príncipe con el objetivo de conseguir financiación–, a partir del detenido estudio realizado por los escolásticos Nicolás de Oresme, en su *Tratado sobre el origen, la naturaleza, la ley y las alteraciones de la moneda* (1357) y por Juan de Mariana, en su *Tratado y discurso sobre la moneda de vellón* (1609).

- Debilitamiento de la moneda: Entenderemos por debilitamiento de la moneda la rebaja de su contenido metálico manteniendo su valor nominal. Es el caso más primitivo y rudimentario de envilecimiento de la moneda. El debilitamiento puede efectuarse por tres vías: o rebajando el peso total de la moneda; o manteniendo su peso, pero alterando su composición (sustituyendo un metal de mayor valor como el oro por otro de menor valor como el cobre); o manteniendo su peso y composición, pero modificando la pureza del metal. Un ejemplo de esta operación sería el que ya hemos mencionado: si un florín son 6 chelines porque contiene 31,25 gramos de oro, basta con rebajar su contenido metálico a la mitad sin reducir, al mismo tiempo, su valor nominal a la mitad (hasta 3 chelines): de este modo, el chelín pasa de poder comprar 5,2 gramos de oro (la sexta parte de un florín con 31,25 gramos) a poder adquirir sólo la mitad, esto es, 2,6 gramos. El debilitamiento de la moneda es, claramente, una estafa y un robo: pensemos que, en última instancia, lo que está sucediendo es que el Príncipe se está apropiando físicamente de parte del contenido metálico de las monedas que le entregan sus súbditos. Cuando éstos llevaban, por ejemplo, 250 gramos de oro a la casa de acuñación esperando recibir esos mismos 250 gramos de oro acuñados en la forma de 8 florines, lo que terminan recibiendo son, por ejemplo, 125 gramos de oro en 8 florines. El propio Mariana, por ejemplo, describe el proceso de debilitamiento o como una reducción del peso ("como hoy de un marco se acuñan sesenta y siete reales, que en adelante se acuñen 80 o 100, y que cada pieza se quede en el valor de 34 maravedís") o de su pureza o composición ("que en plata se eche más liga de lo que se hace").
- Aumentos de la moneda: El debilitamiento de la moneda, como decimos, era la manera más tosca y rudimentaria de financiar al Príncipe a costa de los tenedores de moneda. Había, sin embargo, otra forma un tanto más refinada y engañosa y a la que se recurría con más frecuencia: incrementar el valor nominal de las monedas, de modo que un mismo contenido metálico represente muchas más unidades abstractas de cuenta. Por ejemplo, si la cantidad de oro del florín se mantiene en 31,25 gramos pero su valor nominal pasa de 6 chelines a 12, el efecto a corto plazo es el mismo que con el debilitamiento: el soberano, antes de que cambien los precios en la economía, dispone de más poder adquisitivo (más unidades abstractas de cuenta, que son en las que se expresan los precios). Al fin y al cabo, el contenido metálico de un chelín queda reducido a la mitad: antes del *aumento* un chelín podía comprar 5,2 gramos de oro; tras el aumento, sólo representa 2,6 gramos: justo la mitad, tal como ya sucedía con el debilitamiento. Lejos de aumentar el valor del dinero, lo que se está haciendo es erosionando el valor de la unidad abstracta de cuenta. Así lo describe, por ejemplo, el propio padre Mariana: "que la moneda se quede como está, pero que el valor legal se suba, es a saber, que por el real se den cuarenta, cincuenta o sesenta maravedís, donde hoy pasa por treinta y cuatro, lo cual aunque parece que es subir la plata por

un camino, es bajarla". En el siglo XIX y en el siglo XX, el equivalente a esta mutación monetaria sería la depreciación de la divisa: Roosevelt, por ejemplo, incrementó en 1933 el número de dólares necesarios para tener derecho a cobrar una onza de oro del banco central (desde 20,67 dólares a 35 dólares); el precio del oro en dólares aumentó o, visto desde el otro lado, el precio de los dólares en oro se depreció, abaratando en términos de oro todos los precios de bienes y activos nominados en dólares (motivo por el cual EEUU experimentó a partir de 1933 una fortísima entrada de oro extranjero dirigida a adquirir a precio de saldo sus bienes y activos).

- Disminuciones de la moneda: La operación contraria al debilitamiento de la moneda (el fortalecimiento, es decir, añadir mayor contenido metálico a una moneda) no solía ser demasiado frecuente, principalmente porque si el Príncipe quería disponer de una moneda estable y de calidad, lo habitual era que creara una nueva moneda distinta de las existentes (cambiando el nombre y la figura), lo cual no cabe considerarlo propiamente una mutación monetaria, sino simplemente la emisión de una nueva serie de divisas. Y si bien no tenía demasiado sentido que el soberano mutara la moneda para fortalecerla, sí resultaba bastante habitual que recurriera a la operación opuesta al aumento, es decir, la disminución. La disminución simplemente consiste en rebajar el valor nominal de una moneda: por ejemplo, si el florín de 31,25 gramos de oro tiene un valor nominal de 6 chelines y, por orden del rey, queda rebajado a 3 chelines, diremos que el monarca ha disminuido la moneda. Merced a esta decisión, el valor de la unidad abstracta de cuenta se incrementa: un chelín pasa de comprar 5,2 gramos de oro a poder adquirir 10,4 gramos. El equivalente moderno a esta mutación monetaria sería la apreciación de la divisa.

En su *Tratado y discurso sobre la Moneda de Vellón*, el padre Mariana ilustra el devenir de esta moneda de vellón, cuya mutación fue sometida tanto a debilitamientos como a aumentos. Así, en el año 1497, las cecas producían monedas de vellón por valor de 97 maravedíes y con un contenido metálico de un marco de cobre (250 gramos) y 7 granos de plata (0,45 gramos); en 1560, las cecas emitían monedas de vellón por valor de 110 maravedíes y con un contenido metálico de un marco de cobre y 4 granos de plata (0,26 gramos); en 1602, las cecas acuñaban monedas de vellón por valor de 280 maravedíes sólo con un marco de cobre. Dicho de otro modo, el contenido metálico del maravedí cayó desde los 2,5 gramos de cobre y 4,6 miligramos de plata en 1497 a 0,89 gramos de cobre en 1602. Y lo hizo por una combinación de debilitamientos (un contenido metálico cada vez menor) y de aumentos de la divisa (un número de unidades abstractas, maravedíes, cada vez mayor).

Las consecuencias de las mutaciones monetarias

La consecuencia más inmediata de las mutaciones monetarias es que el valor del dinero –cuyos determinantes analizaremos con mucho mayor detalle en la lección 6– se ve alterado: el debilitamiento y los aumentos de la moneda reducen el valor de la unidad abstracta de cuenta y los (infrecuentes) fortalecimientos y las disminuciones, lo incrementan. A su vez, la consecuencia a largo plazo de una caída del valor del dinero será un alza de los precios (en palabras de Mariana: "si baja el dinero del valor legal, suben todas las mercadurías sin remedio") y el de un aumento del valor del dinero, una reducción de los mismos. En este sentido, podemos equiparar los debilitamientos y los aumentos con una política inflacionista y los fortalecimientos y las disminuciones con una deflacionista.

Quede claro, con todo, que el aumento o la reducción de precios asociados a ambas clases de mutaciones monetarias sólo se dejarán sentir de manera tardía. Primero porque si los agentes se forman la expectativa de que en el futuro cercano se producirán otros aumentos u otras reducciones, adoptarán comportamientos estratégicos que alterarán los precios en una

dirección opuesta a la apuntada: si se esperan nuevos aumentos del valor nominal del dinero, lo inteligente será atesorar ese dinero a la espera de que se materialicen las nuevas elevaciones del valor nominal, lo que provocará una caída temporal de los precios hasta que el dinero sea desatesorado y gastado; si, en cambio, se anticipan nuevas reducciones, lo razonable será desprenderse tan rápido como sea posible de una moneda cuyo valor nominal se va a seguir minorando, lo cual provocará un repunte de los gastos y un aumento temporal de los precios. Pero, además, aun cuando los agentes no esperaran ulteriores manipulaciones de la moneda, los precios no aumentarán o se reducirán todos a la vez y de inmediato, sino que estos efectos se irán materializando en el conjunto de la economía conforme las monedas debilitadas/aumentadas o fortalecidas/disminuidas se vayan intercambiando por bienes y activos.

Desde una perspectiva estrechamente cuantitativista, cabría especular que el aumento (o la reducción) de precios se producirá debido al mayor (o menor) número de unidades monetarias que intervendrán en los intercambios: si la cantidad de dinero aumenta pero la de bienes se mantiene constante, sus precios subirán (o si la cantidad de dinero se reduce y la cantidad de bienes no, sus precios bajarán). Aunque desde luego los elementos cuantitativos ejercen su influencia sobre el poder adquisitivo del dinero, no nos proporcionan una explicación completa del fenómeno. Como ya estudiaremos en la lección 6, la teoría cuantitativa del dinero nos ofrece una explicación muy sesgada y engañosa de los fenómenos monetarios. Concentrándonos en el caso de los debilitamientos y de los aumentos, bien podría haber sucedido que el aumento del número de unidades monetarias se viera contrarrestado por un incremento de la demanda de esas unidades monetarias (por un mayor atesoramiento) o que un comerciante opte por aumentar los precios de sus productos antes incluso de enfrentarse a una demanda nominal mayor por sus mercancías. Se hace menester, pues, incorporar al análisis los factores cualitativos: el valor del dinero cae (y por tanto los precios de los bienes suben) no tanto por el incremento de su cantidad cuanto por la merma de su calidad. Si el chelín representa menos oro que antes, los comerciantes deberán demandar un mayor número de chelines a cambio de sus mercancías para adquirir la misma cantidad de oro que antes.

El propio padre Mariana puso de manifiesto este doble motivo por el que los precios subían, reconociendo que no sólo se debía a la mayor cantidad de monedas, sino también a su peor calidad: “No hay duda sino que en esta moneda concurren las dos causas que hacen encarecer la mercaduría, la una ser, como será, mucha sin número y sin cuenta, que hace abaratar cualquier cosa que sea, y por el contrario, encarecer lo que por ella se trueca; la segunda ser moneda tan baja y tan mala que todos la querrán echar de casa y los que tienen mercadurías no la querrán dar sino por mayores cuantías”. Contrastemos esto con la explicación mucho más cuantitativista de Martín De Azpilcueta en su *Comentario resolutorio de cambios* (1556)*:* “Es el aver gran falta y necesidad, o copia del [dinero], vale mas donde, o quando ay gran falta del, que donde ay abundancia (…) en las tierras, do ay gran falta de dinero, todas las otras cosas vendibles, y aun las manos y trabajos de los hombres se dan por menos dinero que do ay abundancia del (…) todo el dinero vale mas, porque mas cosas vendibles se hallan por un tanto a dinero entonces, que antes”. Mucho más reduccionista fue, sin embargo, la exposición del mercader italiano Bernardo Davanzati, quien en su libro *Lecciones sobre la moneda* (1588) formulará una versión de la teoría cuantitativa del dinero que resurgirá con frecuencia en el pensamiento mercantilista que estudiaremos en la siguiente lección y que consistía en asumir que el valor del dinero se determinaba por una especie de intercambio agregado entre todo el dinero y todas las mercancías (asumiendo, tal como veremos en las próximas lecciones, que la velocidad de circulación del dinero es igual a 1): “Todas las cosas valen todo el oro que puebla el mundo. Todos los hombres codician con pasión todo el oro para comprar todas las cosas que necesitan para satisfacer sus carencias y deseos”.

Pero los efectos de las mutaciones monetarias no se restringen a sus efectos sobre el valor del dinero y sobre los precios del resto de bienes y servicios. Así, otra consecuencia inmediata de las debilitaciones es, como ya apuntamos, la entrada en funcionamiento de la Ley de Gresham, por la cual "la moneda mala expulsa a la buena": en concreto, la moneda buena o bien es atesorada y sacada de la circulación a la espera de tiempos mejores donde se reconozca su auténtico valor nominal o bien, cuando sea posible, es exportada al extranjero para fundirla y reacuñarla o para importar mercancías gracias al superior valor nominal que sí se le reconoce allende las fronteras (en palabras de Mariana: "el vellón, cuando es mucho, destierra la plata"). Algo parecido sucede con los aumentos y las disminuciones: cuando se aumenta el valor nominal de las monedas, y hasta que se verifica el aumento de precios internos, el oro y la plata comienza a llegar desde el extranjero debido al mayor poder adquisitivo que ostentan (pueden comprar un mayor número de libras, chelines y peniques, y estas unidades de cuenta, a su vez, pueden comprar en un comienzo tantos o casi tantos bienes como antes del aumento); por el contrario, cuando se reduce el valor nominal de las monedas, y hasta que se verifica la reducción de precios internos, el oro y la plata tienden a salir del país hacia el extranjero debido al menor poder adquisitivo que se les reconoce dentro de las fronteras (pueden comprar un menor número de libras, chelines y peniques, pero estas unidades de cuenta, a su vez, adquieren en un comienzo los mismos bienes que antes de la disminución).

Acaso pueda sorprender que, pese a que la operación del debilitamiento de la moneda es análoga a la de su aumento, los efectos económicos en materia de movimientos internacionales de oro son distintas: en el debilitamiento, la moneda buena sale del país, mientras que en el aumento, las monedas extranjeras entran en el país. ¿A qué se debe esta asimetría? Básicamente a que en el debilitamiento, es la moneda *buena* la que sale del país, y lo hace porque a las monedas buenas se les deniega el derecho a adquirir tantos chelines de oro como a las malas. Por ejemplo, si se rebaja el contenido metálico de un florín a la mitad pero su valor nominal se mantiene en 6 chelines, el precio del chelín queda rebajado de 5,2 gramos de oro a 2,6 gramos; sin embargo, este abaratamiento del precio del chelín no puede ser aprovechado por quienes tienen florines antiguos de 31,25 gramos, pues formalmente poseen el mismo valor nominal que los de 15,6 gramos. De ahí que convenga exportarlos al extranjero, refundir una pieza de 31,25 gramos en dos piezas de 15,6 gramos y reimportarlos al país de origen (precisamente por esto, las exportaciones de metal solían estar prohibidas o muy restringidas en la mayoría de países). En el fondo, por tanto, es como si se hubiese procedido a disminuir el valor nominal de las monedas buenas con respecto al de las monedas malas: si asumiéramos que el valor nominal de partida es de 2,6 gramos de oro por un chelín (florín envilecido), a la operación consistente en elevar el precio del chelín hasta los 5,2 gramos de oro (florín no envilecido) la denominaríamos "disminución", y el efecto que sigue a las disminuciones es la exportación de la moneda disminuida (que es justo lo que sucede con la exportación de las monedas buenas).

Por último, los aumentos y las disminuciones también dejan sentir su huella sobre los tipos de interés. A la postre, ya hemos apuntado que el aumento de la moneda desencadenará subidas de precios y la disminución de la moneda, bajadas. Estas expectativas sobre la evolución de los precios tenderán a reflejarse en los tipos de interés: los prestamistas, cuando anticipen que los precios serán más elevados en el momento en que les deba ser devuelto el préstamo, demandarán tipos de interés más altos para cubrirse de esa pérdida de poder adquisitivo; por otro lado, cuando anticipen que los precios serán más bajos, se conformarán con tipos de interés más reducidos. Es decir, los aumentos de la moneda tenderán a incrementar los tipos de interés, y las reducciones a minorarlos.

Si combinamos los tres efectos anteriores –subidas/caídas de precios, entradas/salidas de oro, aumentos/reducciones de los tipos de interés– seremos capaces de comprender una de las

principales dinámicas del sistema monetario medieval: los ciclos de debilitamiento, disminución y aumento de la moneda.

Si el Príncipe optaba por debilitar la moneda (por apropiarse de parte del contenido metálico de las monedas para financiar sus gastos), se desataba, como hemos visto, una tendencia a que subieran los precios y los tipos de interés. Con tal de contrarrestar estas fuerzas inflacionistas, el monarca solía proceder a reducir el valor nominal de las monedas, de modo que el precio del oro regresara al momento previo al debilitamiento. Por ejemplo, si el contenido metálico de un florín de 6 chelines se reduce a la mitad (de 31,25 gramos a 15,6), el precio en oro de un chelín cae de 5,2 a 2,6 gramos. Si, al cabo de los meses, el monarca reduce a la mitad (de 6 a 3 chelines) el valor nominal del florín debilitado, el precio en oro de cada chelín volverá a ubicarse en 5,2 gramos de oro. Dicho de otro modo, el Rey intenta contrarrestar su inicial política inflacionista con una política deflacionista.

Al margen de remarcar que las consecuencias redistributivas de ambas operaciones no son neutras (algunos agentes habrán endosado sus monedas debilitadas antes de que aumenten los precios y otros las enajenarán antes de que vuelvan a caer), es necesario enlazar secuencialmente la disminución de la divisa con los dos efectos que contribuye a provocar: por un lado, exportación del oro y la plata –lo que agrava la intensidad del proceso deflacionista de precios–, por otro, reducción de los tipos de interés nominales.

Semejante situación en la que todo se está abaratando y en la que el endeudamiento resulta extremadamente asequible es el caldo de cultivo ideal para que el Príncipe comience a endeudarse con el propósito de incrementar su nivel de gastos (lo mismo sucede, de hecho, en la parte más depresiva de las modernas crisis deflacionistas, cuando los gobiernos comienzan a endeudarse apelando a "políticas de estímulo de la demanda" que analizaremos en la lección 9). El problema llegará más adelante, cuando el sobreendeudamiento y la progresiva reducción nominal de los ingresos fiscales (por la deflación interna de precios y rentas) incrementen sobremanera la carga financiera del monarca y se vea incapacitado a hacer frente a sus pasivos. Será entonces cuando el Príncipe optará por aumentar el valor de las monedas, completando así el ciclo de mutaciones monetarias: si, por ejemplo, el Rey contrajo deudas por 30.000 chelines cuando el florín cotizaba a 3 chelines (esto es, adeudaba 10.000 florines a tal tipo de cambio), no tiene más que aumentar el valor nominal del florín a 10 chelines para ver reducida su deuda real a una tercera parte (aunque seguiría debiendo 30.000 chelines, podría amortizar esos pasivos apenas entregando 3.000 florines). De esta manera, además, el oro y la plata que salieron del Reino volverán a entrar y la recaudación, merced a la inflación de precios y rentas, también repuntará.

Aunque se trata de un autor que estudiaremos con mucho más detalle en la lección 3, conviene citar extensamente al genio de Richard Cantillon, quien en su *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general* (1730), describió con exquisito detalle esta perversa dinámica de las mutaciones monetarias:

Supongamos —como ocurrió en 1714— que la onza de plata o el escudo tenga un curso de cinco libras, y que el Rey publique un mandamiento ordenando la disminución de los escudos, todos los meses, durante veinte meses, a razón de uno por ciento al mes, para reducir su valor nominal a cuatro libras, en lugar de cinco. Veamos cuáles serán las naturales consecuencias, teniendo presente la idiosincrasia de la nación.

Todos cuantos deben dinero se apresurarán a pagarlo durante las disminuciones para no perder con ellas; los empresarios y mercaderes encuentran cosa fácil tomar dinero a préstamo, circunstancia que anima a los menos capaces y solventes a aumentar sus empresas. Toman dinero a préstamo a juicio suyo, sin interés— y adquieren gran copia de mercaderías al precio corriente. Incluso elevan los precios de las mismas por la presión de su demanda. Los vendedores se muestran remisos a desprenderse de sus mercancías contra un dinero que en sus manos va perdiendo su valor nominal. Por eso se echa mano de las mercancías de países extranjeros importando considerables cantidades de ellas para el consumo de varios años. Todo esto hace circular el dinero con velocidad mayor y eleva el precio de las cosas. Los altos precios impiden que el extranjero extraiga mercancías de Francia, como de costumbre. Francia guarda sus propias mercancías y al mismo tiempo importa grandes cantidades de artículos extranjeros. Esta doble operación es causa de que sea preciso enviar sumas considerables de dinero a los países extranjeros para pagar saldos.

El tipo de cambio nunca deja de reflejar esta desventaja. El tipo de cambio suele cifrarse a un seis o un diez por ciento contra Francia, durante estas disminuciones. Las personas mejor enteradas en Francia atesoran su dinero en tales épocas; el Rey encuentra medio de tomar mucho dinero a préstamo, sobre el cual pierde voluntariamente la disminución, con la esperanza de compensarse a sí mismo mediante un aumento al concluir estas disminuciones.

A este fin, después de varias disminuciones, se comienza a atesorar dinero en el Tesoro real, a posponer los pagos, las pensiones y las soldadas del ejército; en estas circunstancias el dinero se hace extraordinariamente raro al fin del período de las disminuciones, a causa de las sumas atesoradas por el Rey y por muchos particulares, y por la relación con el valor nominal de las monedas, que ha disminuido. Las sumas enviadas al extranjero contribuyen también en gran parte a la rareza del dinero, y poco a poco esta escasez es causa de que se ofrezcan las mercaderías almacenadas –de las cuales están abarrotados todos los empresarios– un cincuenta y un sesenta por ciento más baratas de lo que estaban en la época de la primera disminución. La circulación cae en convulsiones; apenas si se encuentra dinero para enviar al mercado; muchos empresarios y comerciantes se declaran en quiebra, y sus mercancías se venden a vil precio.

Entonces el Rey aumenta nuevamente las acuñaciones; pone el nuevo escudo, de nuevo cuño, a cinco libras; comienza a pagar con estas nuevas monedas las tropas y las pensiones; las monedas viejas quedan fuera de circulación y no se reciben por la Casa de Moneda sino a un valor nominal más bajo. El Rey se aprovecha de la diferencia.

Pero el total de nuevos cuños que salen de la Casa de Moneda no alcanza aun a restablecer la abundancia de dinero en la circulación. Las sumas que los individuos mantienen atesoradas y las que se envían al extranjero

exceden considerablemente al aumento nominal registrado por las acuñaciones que salen de la Casa de Moneda.

La baratura de las mercancías en Francia comienza a atraer dinero del exterior, pues el extranjero, encontrándolas un cincuenta o un sesenta por ciento más baratas envía metal de oro y de plata a Francia para comprarlas. De este modo el extranjero que lleva dichos metales a la Casa de Moneda queda compensado de la tasa que tiene que pagar por la acuñación. Encuentra doble ventaja en el bajo precio de la mercancía que compra, y en el hecho de que la pérdida, representada por el impuesto de acuñación, recae en última instancia sobre el comerciante francés que vende sus mercaderías al extranjero. Los franceses poseen mercancías bastantes para el consumo de varios años: revenden por ejemplo a los holandeses las especias que les habían comprado, a los dos tercios del precio que pagaron por ellas. Todo esto se hace lentamente, pues el extranjero no se determina a comprar estas mercancías de Francia sino por razón de su baratura. La balanza de comercio, desfavorable a Francia en la época de las disminuciones, se torna en su favor en la época del aumento, y el Rey puede beneficiarse con un veinte por ciento más sobre todas las especies amonedables que entran en Francia, y que se llevan a la Casa de Moneda. Como los extranjeros deben ahora un saldo comercial a Francia y no disponen, en su propio país, de monedas de nuevo cuño, es preciso que transporten metales en barra y monedas viejas a la Casa de Moneda para recibir en cambio monedas nuevas con que atender a sus pagos. Pero este saldo de comercio que los extranjeros deben a Francia no resulta sino porque las mercancías han sido importadas a bajos precios.

Francia resulta defraudada como consecuencia de estas operaciones: paga precios muy altos por las mercancías extranjeras, con motivo de las disminuciones, y las revende a precio vil a los mismos extranjeros cuando el aumento sobreviene: vende a precio bajo sus propias mercancías, que ella había mantenido a tan alto precio cuando empezaron las disminuciones, y así resulta difícil que toda la moneda que salió de Francia a causa de la disminución pueda entrar de nuevo a nuestro país cuando se produzca el aumento.

Los efectos perversos de las mutaciones monetarias no terminan aquí. Como acertadamente denunciaron Oresme y Mariana, otros perjuicios cabe buscarlos en la tentación estatal de establecer contraproducentes controles de precios ante la escalada inflacionista (según Mariana: "querrá el rey remediar el daño con poner tasa a todo, y será enconar la llaga, porque la gente no querrá vender alzado al comercio y por la carestía dicha la gente y el reino se empobrecerá y alterará") y en las distorsiones sobre el cálculo empresarial que introducen las fluctuaciones en el valor del dinero (apunta Oresme: "en un reino donde el valor de la moneda sea frecuentemente alterado, el comercio es perturbado de numerosas formas").

Sin embargo, tanto Oresme como Mariana consideraban que el principal perjuicio de las mutaciones monetarias era uno mucho más evidente y directo a todos los ya mencionados: constituían un robo del Rey a los ciudadanos.

La ilegitimidad de las mutaciones monetarias

Precisamente, el objetivo de Oresme y de Mariana al escribir sendos libros fue denunciar las frecuentes mutaciones monetarias de su tiempo, no ya por las perversas consecuencias económicas que acarreaban, sino sobre todo por su ilegitimidad de base.

Anticipándose entre 400 y 500 años a las conclusiones a las que, como veremos más adelante, llegarían el economista escocés Adam Smith y el austriaco Carl Menger a propósito del origen del dinero, Oresme describe que la institución del dinero es creada o descubierta por el pueblo para superar los inconvenientes del trueque: "Conforme el intercambio y transporte de las mercancías fue volviéndose inconveniente, los hombres fueron lo suficientemente inteligentes como para concebir la utilización del dinero como el instrumento para intercambiar las riquezas naturales". En este sentido, Oresme relega el papel del Estado a la acuñación y acreditación de las monedas, sin que ello signifique, ni mucho menos, que el Príncipe sea el dueño y señor del dinero acuñado: "Aunque el Príncipe tiene la obligación de acuñar la moneda en nombre del bien común, no es él el dueño y señor de la moneda que circula por el principado. El dinero, como hemos visto en el capítulo I, es el instrumento para intercambiar riquezas naturales y, por tanto, es propiedad de aquellos que poseen tal riqueza. Al cabo, si un hombre entrega su pan o su trabajo a cambio de dinero, el dinero que recibe es tan propiedad suya como el pan o el trabajo del que es libre de disponer (a menos que sea un esclavo)". No siendo el Príncipe el propietario de las monedas, tampoco podrá alterarlas en su propio beneficio:

Toda mutación monetaria, salvo en los muy raros casos ya apuntados, implica falsificación y engaño, por lo que no puede integrar los derechos del Príncipe, como ya se ha mostrado. Desde el momento en el que un Príncipe usurpa injustamente este privilegio esencialmente injusto, es imposible que pueda obtener justo lucro del mismo. Además, las ganancias del Príncipe necesariamente proceden de pérdidas padecidas por la comunidad y cualquier decisión del Príncipe que cause daño a la comunidad es injusta y propia no de un rey sino de un tirano, como recuerda Aristóteles. Y si el tirano recurriera a la habitual mentira de que sus actuaciones buscan el bien común, no debe ser creído, ya que por esta misma razón él podría privarme de mis ropas y decir que tiene necesidad de ellas por el bien común.

Oresme cree que es este riesgo, la potencial apropiación de toda la riqueza del pueblo mediante las mutaciones monetarias, el mayor perjuicio y argumento en contra de las mismas:

Entre las numerosas desventajas para la comunidad que se derivan de alterar la moneda, destaca uno que fue el tema principal del capítulo XV, a saber, que el Príncipe podría por esta vía apropiarse de todo el dinero de la comunidad y empobrecer injustamente a sus súbditos. Y del mismo modo que algunas enfermedades crónicas son más peligrosas que las no crónicas porque resultan menos perceptible, semejante exacción también es más peligrosa cuanto menos obvia sea, pues su opresión se siente menos rápidamente por el pueblo que cualquier otra forma de contribución. Y,

sin embargo, ningún impuesto puede ser más gravoso, general e inclemente.

Precisamente, el cuerpo del razonamiento del padre Mariana en contra de las mutaciones monetaria pretende enganchar con este último comentario de Oresme (la mutación monetaria es como un impuesto) pero dotándole de unas bases más generales y consistentes. Su punto de partida es que el Príncipe no es propietario ni de sus vasallos ni de los dominios de sus vasallos: "A la verdad que el rey no sea señor de los bienes de cada cual ni pueda, quier que á la oreja le barboteen sus palaciegos, entrar por las casas y heredamientos de sus ciudadanos y tomar y dejar lo que su voluntad fuere (…). Ni el que es caudillo en la guerra y general de las armadas ni el que gobierna los pueblos puede por esta razón disponer de las haciendas de particulares ni apoderarse de ellas". De hecho, en consonancia con Oresme, el Príncipe que se apodere ilegítimamente de los bienes de sus vasallos merecerá el calificativo de tirano: "El tirano es el que todo lo atropella y todo lo tiene por suyo". A su vez, si el Rey no es dueño de las propiedades de sus vasallos y no puede arrebatárselas sin justo título, habrá que concluir que tampoco podrá imponerles nuevos tributos en contra de su voluntad: "Es doctrina muy llana, saludable y cierta que no se pueden poner nuevos pechos sin la voluntad de los que representan el pueblo".

Y precisamente en este punto es donde Juan de Mariana conecta con el último comentario de Oresme: si el Rey no puede crear tributos sin el consentimiento del pueblo, tampoco podrá alterar la moneda, pues las mutaciones monetarias son, en el fondo, un impuesto camuflado contra el pueblo. Así:

Si el príncipe no es señor, sino administrador de los bienes de particulares, ni por este camino ni por otro les podrá tomar parte de sus haciendas, como se hace todas las veces que se baja la moneda, pues les dan por mas lo que vale menos; y si el príncipe no puede echar pechos contra la voluntad de sus vasallos ni hacer estanques de las mercaderías, tampoco podrá hacerlo por este camino, porque todo es uno y todo es quitar a los del pueblos sus bienes por más que se les disfrace con dar mas valor legal al metal de lo que vale en sí mismo.

Pese a la oposición de Mariana a las mutaciones monetarias, el jesuita admitió alguna excepción a la regla si bien en casos muy limitados y bajos condiciones muy restringidas. En concreto, la mutación monetaria sólo era legítima en el caso de una emergencia bélica y con dos condiciones: que fuera limitada en el tiempo y que, al finalizar la emergencia, el monarca restituyera a los damnificados. Hay que decir que en este punto Oresme fue más radical que Mariana, pues ni siquiera admitía los casos de emergencia –que temía que pudiese ser inventada por el tirano– como justificación del envilecimiento de la moneda: si el Príncipe necesita financiación para hacer frente a una guerra, puede obtenerla emitiendo empréstitos pagaderos cuando ésta termine.

A grandes rasgos, la posición escolástica en esta materia fue la fijada por Oresme y Mariana: mutar la moneda no sólo acarrea grandes perjuicios en forma de inflaciones y deflaciones de carácter artificial, sino que además constituye un robo ilegítimo contra el pueblo que convierte al Rey en tirano. Y recordemos cuál era la posición escolástica a propósito de los reyes que se convertían en tiranos por abusar de su poder:

Se ha de amonestar ante todo al príncipe y llamarle a razón y a derecho; si condescendiere, si satisficiere los deseos de la república, si se mostrase

dispuesto a corregir sus faltas, no hay para qué pasar más allá ni para qué se propongan remedios más amargos; si empero rechazare todo género de observaciones, si no dejare lugar alguno a la esperanza, debe empezarse por declarar públicamente que no se le reconoce como rey, que se dan por nulos todos sus actos posteriores. Y puesto que necesariamente ha de nacer de ahí una guerra, conviene explicar la manera de defenderse: procurar armas, imponer contribuciones a los pueblos para los gastos de la guerra y si así lo exigieren las circunstancias, sin que de otro modo fuese posible salvar la patria, matar a hierro al príncipe como enemigo público y matarle por el mismo derecho de defensa, por la autoridad propia del pueblo, más legítima siempre y mejor que la del rey tirano. Dado este caso, no sólo reside esta facultad en el pueblo, reside hasta en cualquier particular que, abandonada toda especie de impunidad y despreciando su propia vida, quiera empeñarse en ayudar de esta suerte la república.

El interés y el papel del crédito

Habiendo analizado el funcionamiento del sistema monetario medieval y de la primera parte de la Edad Moderna, conviene efectuar un breve comentario sobre la primitiva organización crediticia de ese período a través de la obra *Suma de tratos y contratos* (1571) de Tomás de Mercado y del *Tratado sobre los cambios* (1597) del también escolástico Luis de Molina.

El asunto clave de la organización medieval del crédito es la prohibición canónica de la usura; es decir, la prohibición de la percepción de intereses a cuenta del préstamo de dinero y de otros bienes en sí mismo improductivos (como el trigo, el vino, la cebada, el aceite, etc.). Su justificación última procede no sólo de cierta lectura de las Escrituras sino, sobre todo, de la doctrina aristotélica de que el dinero es estéril y de que por sí sólo no puede generar rendimiento alguno (*pecunia non parit pecuniam)*. Según Tomás de Mercado:

Vicio es contra natura y ley natural hacer fructificar lo que de suyo es esterilísimo, y todos los sabios dicen que no hay cosa más estéril que el dinero, que no da fruto ninguno (…) Su tuviera el dinero en el arca, como tuvo el trigo en la troje, aunque lo tuviera un año, no le interesará blanca. Do pueden ver a la clara cuán ninguna cosa se puede ganar con solo dinero. Es necesario emplearlo en alguna suerte de ropa para que interese. Por lo cual es violentar y forzar, según dicen, la naturaleza, ganar con sola moneda, como hace el usurero que, prestando oro o plata, interesa.

La escolástica por supuesto era consciente de que usando el capital prestado era posible acometer inversiones que sí fueran fructíferas, pero tal posibilidad seguía sin constituir justa causa para cobrar intereses. Siguiendo con Tomás de Mercado: "Dirás que me diste materia con que pudiese ganar; también me diste materia con que pudiese perder, que la moneda sin la industria humana y la ventura fingida, que dicen, indiferente es de suyo y expuesta a peligro y riesgo. Demás de esto, yo confieso que me diste materia con que ganase, pero no valía esta materia, que es los dineros, sino cien ducados, que ya te devuelvo. ¿Por qué me llevas diez más? Si dices que por lo que gane con los ciento, no tienes tampoco derecho para participar de mi ganancia. Pregunto, si perdiera, como muchas veces sucede, con tus ciento, ¿habías de ser partícipe de la pérdida?". O dicho de otro modo, las ganancias en los negocios eran una legítima recompensa –siempre que resultaren de vender las mercancías al precio justo, esto

es, al precio corriente en el mercado– a la pericia empresarial, pero no lo eran para la financiación de la actividad empresarial.

De hecho, la Escolástica caracterizaba el préstamo de dinero o de bienes improductivos como una liberalidad, un negocio gratuito. De nuevo, Tomás de Mercado: “El prestar es acto de misericordia y liberalidad, y ambas virtudes son muy enemigas de precio y paga, que es menester se ejerciten sin estos respectos y pretensiones”. Las únicas recompensas que cabía esperar del préstamo eran la autorrealización personal (“si fuéramos hombres, ninguna otra cosa humana habíamos de hacer con mayor voluntad, porque casi en solo esto nos mostramos serlo, conviene a saber, n hacer bien a otro sin pretender nuestro provecho”), ganarnos el afecto de los demás (“así puede, prestando, granjear con gran facilidad muchos amigos”) y, eventualmente, recibir liberalidades de éstos (“el servir prestando causa amor, y el amor, con el discurso del tiempo, trae provecho”).

Sólo había dos importantes excepciones en las que se podían cobrar intereses por los préstamos de dinero o de bienes estériles: el daño emergente (también Tomás de Mercado: “cuando, teniendo uno dineros para remedar la casa, que amenaza ruina o caída, o para mercar trigo para el año, que vale barato y se teme subirá, o para pagar deudas que se vayan cumpliendo y cree le apretarán los acreedores, si alguno se lo pidiese prestados en tal coyuntura, no se los podría dar sin riesgo y daño suyo”) y el lucro cesante (“si pretendía algún negocio do comúnmente se suele ganar, con su grano de peligro –porque ninguno de estos negocios es tan seguro que no tenga necesidad les suceda prósperamente– sacarlos del trato por prestarlos, es dejar de ganar”). Si bien, tanto en un caso como en otro, había dos importantes limitaciones: primera, el prestamista debe soportar el daño o renunciar al lucro si no presta forzado, formal (violencia) o virtualmente (ruegos); segunda, y derivada de la anterior, los prestamistas no debían ser cambistas o banqueros profesionales con saldos de caja ociosos que aleguen que sufren daño o pierden lucro por no poder prestar, y cargar intereses usurarios, a otras personas (es decir, deben ser particulares que tuvieran una reserva de tesorería con el propósito de efectuar un gasto productivo).

Precisamente, el lucro cesante era el título que justificaba que por el arrendamiento de bienes productivos (viviendas, tierras, etc.) sí fuera legítimo cobrar alquileres: el arrendador renuncia a los frutos de estos bienes en favor del arrendatario, por lo que podrá reclamar una compensación. Nótese, de nuevo, la concepción de que el dinero es estéril y de que renunciar a su disponibilidad cuando no se le va a dar ningún uso no supone merma alguna para su propietario. Por ejemplo: “Cuán pobre es un mísero avaro, por rico que sea, pues no tiene qué gaste; mucho tiene que podría gastar, más guárdalo tanto que no lo gasta. Y tener oro, dado sea un tesoro, y no gastarlo y servirse de él, es no tenerlo, porque no sirve ni aprovecha si no se expende. Así tenerlo y no gastarlo es, en buen romance, no tenerlo y estar sujeto a todas las necesidades que un pobre”.

Habremos de esperar hasta el siglo XVIII para que Turgot (a quien estudiaremos en la lección tercera) ponga de manifiesto los errores fundamentales de la doctrina escolástica sobre los tipos de interés: a saber, que el dinero, empleado como capital, no es estéril sino productivo; que la intermediación financiera es un uso tan legítimo y productivo del capital como todos los demás; que mantener saldos de tesorería no es dejar sin uso al dinero sino emplearlo en blindarse frente a futuras contingencias imprevistas; y que, precisamente para compensar al capitalista por el coste de oportunidad que supone prestar a terceros el capital y posponer o arriesgar su gasto (incluyendo como gasto el mantenerlo atesorado en forma de dinero o de mercancías), es lícito cobrar intereses. En el fondo, y como ya narraremos con Turgot, el interés es un precio por el tiempo ajeno que empleamos en nuestros planes productivos, de modo que prohibir el interés tenía repercusiones mucho más allá de los contratos que tuvieran

forma de préstamos de dinero (o de otros bienes improductivos). De hecho, todos los contratos donde quedara afectado, de un modo u otro, el tiempo eran susceptibles de degenerar en usurarios. Lo sancionado, precisamente, era obtener remuneración por el uso del factor productivo tiempo; según Molina: “cuanto se recibe por razón de la diferencia en el tiempo es usura y se recibe injustamente”.

Pero precisamente porque hay muchas otras formas de remunerar el uso del tiempo distintas a los préstamos en dinero, los agentes económicos se las arreglaron con suma rapidez para burlar la prohibición canónica de la usura con las llamadas “usuras paliadas”: ventas aplazadas a precios por encima del contado, ventas a precios rebajados por pago al contado, préstamos que se dejan entrar en mora para percibir intereses moratorios, pago de los intereses en especie (incluso en forma de cancelación de otras deudas o de salarios no percibidos), etc. De ahí que la propia doctrina escolástica tuviera que evolucionar y reflexionar sobre la legitimidad de los nuevos instrumentos dirigidos a cobrar intereses. Es en este punto donde Tomás de Mercado y Luis de Molina nos ofrecen una completa (y crítica) descripción de todas las ramificaciones del sistema crediticio de su tiempo.

El dominico Mercado explica cómo los tres agentes económicos que negocian con el crédito son los mercaderes, los cambistas (o cambiadores) y los banqueros. Los primeros son aquellos que venden su mercancía por dinero; los segundos los que venden su propio dinero o sus propios créditos contra terceros a cambio de otro dinero o de otro crédito; y los terceros, quienes venden el dinero que reciben prestado o sus propias deudas a cambio de dinero o crédito.

Los mercaderes, a su vez, pueden vender al contado, al fiado o por adelantado.

El primer tipo de operación no acarrea problema alguno, por cuanto el tiempo no juega ningún papel; la única condición para que sea válida es que se cobre el precio de justo (entendido como el precio de mercado, tal como resume el dominico: “justo precio es o el que está puesto por la república o corre el día de hoy en el Pueblo”). Las ventas al fiado ya acarrean mayor complicación. Tomás de Mercado no admite que se cargue un sobreprecio sólo por el aplazamiento del pago: “Si alguno quiere vender fiado a más del justo precio, manifiestamente comete usura, porque este aguardar la paga es un género del préstamo; por lo cual, todo lo que se lleva más de lo que se llevara de contado, es interés del préstamo que se hace en aguardar tanto tiempo, y así es usura”. Por consiguiente, en las ventas aplazadas el precio de venta habrá de ser el mismo que al contado; sólo se podrá incrementar para obtener interés por los justos títulos antes mencionados: lucro cesante y daño emergente. Pero recordemos las restrictivas condiciones en que éstos operaban: la venta a plazo debe ser hecha a instancias del comprador y el vendedor debe tener previamente el género atesorado para realizar alguna operación que, debido a la venta aplazada, se ve perturbada. La misma crítica puede efectuarse para el caso de las ventas por adelantado, ya que según Mercado: “es usura dar menos de lo que probablemente valdrá por anticipar la paga”.

Por lo que se refiere a los cambistas, Mercado distingue tres tipos de cambios: el cambio menudo, el cambio real (o cambio por letras, tal como lo llamará Molina) y el cambio seco.

El cambio menudo consiste en trocar unos tipos de moneda por otros (por ejemplo, ducados por doblones) y el cambio real en comprar monedas en otras plazas o ciudades a cambio de moneda en la actual. En ambos casos, el cambista puede obtener beneficios; según Mercado: “Dara cambio y trocar una moneda por otro, ora sea de valor desigual dentro de un mismo pueblo o ambas de una misma ley en diversas ciudades o reinos, todo es negocio lícito y muchas veces necesario, que cómodo y provecho es a la república tener en sí quien dé a los

vecinos y ciudadanos los dineros que han menester en otras partes". La justificación última de la legitimidad de este negocio es que dos monedas distintas o dos monedas iguales pero en distintas plazas poseen valores distintos: "De esta forma pasa en las monedas que, por estimarse más en una parte que en otra, vienen a ser iguales, aunque sea diversa la cantidad: noventa y tres en Flandes con ciento en Sevilla, no por ser de otra ley el ducado, ni de otro valor, sino porque la tierra de suyo lleva, como dicen, hacer más caso del dinero. Solemos decir <<Más quiero aquí un real que en otras dos>>, no porque no valga uno aquí treinta y cuatro [maravedíes] y dos sesenta y ocho, sino porque en más se estiman aquí los treinta y cuatro que en otra parte los sesenta y ocho". Por último, los cambios secos vendrían a ser cambios falsos cuyo único propósito es ocultar un negocio usurario.

La cuestión, por tanto, pasa por discriminar los cambios menudos y, sobre todo, los reales de los cambios secos. La línea de demarcación entre ambas categorías nos la dará que los cambios sean verdaderos, "que realmente se trueque una moneda por otro. Lo cual falta cuando se cambian cien ducados en Sevilla con ciento en Medina, no pagándose ni habiendo tales ciento en Medina". Fundamentalmente, lo que Tomás de Mercado está señalando es que dos partes sólo pueden intercambiar aquellas monedas que ya estén en su posesión (aunque en distintas plazas) o, como mucho, derechos a percibir moneda fruto de transacciones preexistentes. Luis de Molina muestra una opinión similar: "Coinciden los doctores en que es usurario, y está sujeto a restitución, todo lo que se recibió sobre el capital cuando se entregó dinero a otro para que se lo devolviera con un incremento en otro lugar en donde, sin embargo, no tiene dinero ni nadie que pague por él". O dicho de otro modo, lo que tratan de evitar Mercado y Molina es que, bajo el ropaje de los cambios, se articulen préstamos con intereses: que lejos de perfeccionarse intercambios al contado de monedas (o de derechos a cobrarlas), una de las partes esté entregando hoy moneda a cambio de que la otra se la devuelva en el futuro (con las correspondientes penalizaciones por demora y negociación, que harían a las veces de intereses) y no gracias a su tesorería o a sus derechos de cobros presentes, sino de sus inciertas rentas futuras; dice Mercado: "Claro es que entendiendo que no tiene moneda ni crédito, que ve a ojos vistas que es mero préstamo".

La distinción entre el cambio y el préstamo usurario vendrá, por consiguiente, de que ambas partes dispongan de dinero o de créditos contra terceros a la hora de comprar dinero (o crédito) ajeno; no intercambiándose de este modo moneda presente por incierta moneda futura: "No digo ni mando que quien da a cambio sepa siempre que realmente tiene dinero a do le pide o que la persona en quien libra está allá o corresponderá. Mas es menester no tenga noticia de lo contrario, conviene a saber, no spa que es fingida, porque, si lo sabe, no lo puede efectuar ni concluir; y si lo efectuara, es en conciencia nulo e inválido". Esta idea de que los cambios deben limitarse o a dinero ya existente o a derechos de cobro sobre operaciones comerciales ya realizadas constituye una aproximación primitiva e inexacta de los razonamientos de Adam Smith que estudiaremos en la lección 3 y que denominaremos la Doctrina de las Letras Reales (y a la que terminaremos de dar una expresión definitiva en la lección 6).

Por último, Tomás de Mercado también distingue entre dos tipos de banqueros: aquellos que se dedican a captar depósitos, descontar letras o gestionar cobros y aquellos otros, a los que denomina logreros, que se dedican a prestar "a caballeros, gastados y gastadores". Podemos analizarlos, pues, distinguiendo entre banqueros y logreros.

Los banqueros se dedican, según Luis de Molina, a "recibir el dinero que los comerciantes y cambistas consignan en su banco, y ser depositarios de ese dinero; abonar las cantidades que ordenen los depositantes; llevar cuenta por escrito de todo lo recibido y entregado por orden suya; tener siempre preparada la cuenta de sus relaciones con otros clientes". Tanto dinero

reciben en depósito los banqueros fruto de su actividad ordinaria, que inmediatamente brota la cuestión de qué pueden hacer con él. Tomás de Mercado, por ejemplo, permite que lo utilicen en sus negocios siempre que guarden dos condiciones:

Ellos tienen, a la verdad, sus inteligencias y mayores intereses en tener siempre mucha moneda para tratar, en lo cual no hacen contra conciencia si guardan dos condiciones o se apartan de uno de dos inconvenientes. El primero: no despojar tanto al banco que no puedan pagar luego los libramientos que vinieren, porque si se imposibilitan a pagarlos expendiendo y ocupando dinero en empleos y granjerías y otros tratos, cierto pecan. Han de entender que no es suya sino ajena la moneda, y no es justo que, por servirse de ella, deje de servir a su dueño; y deja, como consta, el día que libran y la mandan dar al oficial o a quien se les antoja, y traen en ellas traspasos al pobre hombre muchos días. Lo segundo: que no se metan en negocios peligrosos, que pecan, dado les suceda prósperamente, por el peligro que se pusieron de faltar y hacer grave daño a los que de ellos se confiaron.

Lo mismo opina Luis de Molina:

Los banqueros, con el dinero depositado, ganan a veces dos o tres mil ducados en tres o cuatro meses, entregándolo a cambio o negociando con él durante el tiempo en que los dueños no lo necesitan (…) Estos banqueros, como todos los demás, son verdaderos dueños del dinero que está depositado en sus bancos, en lo que se diferencian grandemente de los otros depositarios, como diremos después al hablar del depósito. De donde, si perece el dinero, perece para ellos y no para los depositantes; pues el dinero lo reciben no para custodiarlo y devolver numéricamente el mismo, sino para que estén preparados a entregar una cantidad igual cuando quiera que lo solicite el depositante. De modo que lo reciben como un préstamo a título de precario y, por consiguiente, a riesgo suyo, para que de una vez, o por partes, lo devuelvan cuando se lo exijan y del modo que se lo exijan (…) Pecan mortalmente [los banqueros] si el dinero que tienen en depósito lo comprometen en sus negocios en tal cantidad que se ven luego incapacitados para entregar en el momento oportuno las cantidades que los depositantes piden o mandan pagar con cargo al dinero que tienen depositado (…) Asimismo, pecan mortalmente si se dedican a negocios tales que corren el peligro de llegar a una situación en que no puedan pagar los depósitos.

Como veremos más adelante en la lección 8, tanto Tomás de Mercado como Luis de Molina están exponiendo una versión –de nuevo, primitiva e imprecisa, pero seminal en cualquier caso– de lo que posteriormente llamaremos Regla de Oro de la banca, donde se reclama que los bancos cuadren los plazos y los riesgos de los préstamos que extiendan y de las deudas que asuman.

Dentro de estos parámetros, la actividad de los banqueros resultaría legítima tanto para Tomás de Mercado cuanto para Luis de Molina, incluyendo, bajo ciertas condiciones bastante laxas, el cobro de una comisión del seis por mil sobre el descuento en metálico de letras o el pago de intereses a aquellos depositantes que mantengan sus saldos de caja en el banco.

Por otro lado, Tomás de Mercado habla de "logreros" para referirse a los banqueros que extienden préstamos para financiar el consumo y los despilfarros de caballeros y cortesanos hasta que estos obtienen los fondos, vía impuestos, que necesitan para amortizarlos: "En corte hay otros banqueros, aunque a la verdad públicos logreros, que sirven de prestar a caballeros, gastados y gastadores, grandes sumas de dineros, mientras cogen las rentas de sus estados, llevándoles por ello no pequeños intereses". En suma, los logreros serían aquellos banqueros que prestan no contra rentas presentes, sino contra la generación de rentas futuras; es decir, a banqueros que, como veremos en las siguientes lecciones, incumplen la Regla de Oro de la banca. Conviene visualizar el fuerte paralelismo que existe entre los "logreros" y los cambistas que practican cambios secos (esto es, que venden moneda o crédito presente contra moneda futura e incierta), pues al final se están dedicando a la misma actividad (el mismo Tomás de Mercado, denomina en diversas ocasiones "logreros" a los cambistas secos). Más adelante, de hecho, también comprobaremos que la llamada Doctrina de las Letras Reales es una de las condiciones más importantes de la Regla de Oro de la banca.

Conviene, sin embargo, mencionar que no todos los escolásticos coincidían en estas apreciaciones de Tomás de Mercado y Luis de Molina sobre los banqueros. Así, por ejemplo, para Luis Saravia de la Calle todos los banqueros merecían el calificativo de "logreros" por cuanto se dedicaban a descontar letras con los fondos recibidos en depósito en lugar de limitarse a guardar y custodiar esos depósitos. En *Instrucción de Mercaderes* (1544) pueden leerse diversos pasajes donde insiste en que: "Si los ponen en depósito dineros habían ellos de dar por la guarda, que no rescibir tantos provechos como la justicia los manda dar cuando deposita dineros o hacienda que ha menester guarda". En la lección cuarta y en la octava regresaremos a esta antigua polémica sobre cuál es el radio de actividad legítima de la banca: si deben limitarse a un contrato de guarda y custodia tradicional o si pueden emplear sus propias deudas para realizar otro tipo de operaciones comerciales, como el descuento de letras que sí aceptaban Mercado y Molina.

Conclusión

Las aportaciones de la Escolástica a la teoría monetaria y del crédito pueden dividirse en dos grandes grupos. Por un lado, sus reflexiones relativas a las mutaciones monetarias, que son en esencia correctas tanto en la descripción del proceso subyacente cuanto en sus implicaciones económicas (alteraciones en los precios, en los tipos de interés y en los movimientos internacionales del metal). Por otro, sus reflexiones relativas al crédito, que se ven enormemente lastradas y contaminadas por el erróneo prejuicio de base que supone la prohibición canónica de la usura, son, pese a todo, capaces de describir con bastante acierto muchos de los fenómenos económicos subyacentes (anticipando debates académicos de primer orden de importancia que acaecerían siglos después).

En cierto sentido, podemos decir que la Escolástica fue exitosa a la hora de desprestigiar desde un punto de vista teórico las mutaciones monetarias, pues la mayoría de pensadores mercantilistas que cronológicamente les siguieron no se atrevieron a defenderla como una estrategia válida para incrementar la cantidad de dinero en circulación. Por ejemplo, el destacado mercantilista Thomas Mun dejó escrito en su *England's Treasure by Forraing Trade* (1664) que: "Estos procedimientos [las mutaciones monetarias] que tanto dañan a los individuos no pueden añadir en ningún caso al Príncipe, tal como algunos hombres han

imaginado; pues, aunque se envilezca o aligere todo nuestro dinero, esto sólo le reportará ganancias presentes y de una vez a la ceca, pero todo esto y más se transformaría pronto en pérdidas futuras”. También John Law, el economista mercantilista por excelencia, se opuso a las mutaciones monetarias con argumentos similares en su *Dinero y comercio considerados con una propuesta para abastecer con dinero a la nación* (1705): “Si aumentar o debilitar el dinero crearan valor o acarrearan algún efecto positivo para el comercio interior o exterior, ninguna nación concedería utilidad al dinero. Cien libras podrían ser aumentadas o debilitadas dos, diez o cien veces sobre la denominación que tuviera, o incluso más si fuera necesario. Pero, dado que resulta injusto aumentar o debilitar el dinero por cuanto todos los contratos se pagan con moneda de menor valor, y dado que conlleva efectos nocivos para el comercio local y extranjero, no las practica ninguna nación que aprecie la justicia o entienda la naturaleza del comercio y del dinero”, concluyendo que “aumentar el dinero en Francia es cobrarles un impuesto a los ciudadanos (…) impuesto que recae sobre los más pobres”.

Sin embargo, al mismo tiempo, los ataques escolásticos contra la usura sentaron las bases para que los propios mercantilistas arbitraran mecanismos para tratar de rebajar tanto como fuera posible ese estéril interés del dinero. Al cabo, si los tipos de interés del dinero no cumplen ninguna función económica (prejuicio que llegará hasta nuestros días de la mano de John Maynard Keynes, como estudiaremos en la lección 9), nada más natural que pretender su supresión. A eso en gran parte se dedicó el mercantilismo: a manipular la oferta de dinero y de crédito, por vías distintas a las mutaciones monetarias y a las prohibiciones de la usura, con el propósito de financiar al Gobierno, aumentar la actividad económica y rebajar los tipos de interés. Éste será, precisamente, la materia que analizaremos en la siguiente lección.

LECCIÓN 2 – LAS TEORÍAS INFLACIONISTAS DEL MERCANTILISMO

Antecedentes

El mercantilismo fue la doctrina económica que dominó el panorama europeo entre finales del s. XVI y mediados del s. XVIII, cuyo propósito era consolidar el poder del Estado-nación frente a otras organizaciones políticas o culturales que habían prevalecido en la Edad Media, como podían serlo la Iglesia o los imperios: Eli Heckscher, autor del libro *Mercantilismo* (1931) –el estudio más sistemático sobre esta cuestión– lo define sintéticamente como "el sistema económico del nacionalismo". Su propósito fundamental era colocar los intereses económicos de la nación, entendida como bloque unitario e indiviso, frente a los intereses de los propios miembros de esa nación y, sobre todo, de otros bloques nacionales extranjeros: la concepción de la economía, por consiguiente, pasó a ser la de un juego de suma cero entre naciones. Como consecuencia, el pensamiento mercantilista era naturalmente hostil hacia una división internacional del trabajo entre individuos que sobrepasara los arbitrarios bloques nacionales: el comercio entre países (que no entre individuos) sólo resultaba defendible en tanto en cuanto beneficiara a la propia nación, por lo que los patrones de intercambio debían ser guiados y dirigidos por el ente encargado de defender los intereses nacionales, esto es, el Estado.

Sentado esto, hay que señalar que, sin embargo, el mercantilismo distaba de ser una doctrina económica *homogénea*. No sólo porque cada nación pariera sus propios mercantilistas (los arbitristas españoles, los cameralistas alemanes o los colbertistas franceses) y no sólo porque el pensamiento mercantilista se extendiera durante casi dos siglos y medio, sino porque cada autor poseía su propio juicio –fruto de sus reflexiones, experiencias e intereses personales– sobre cuáles eran las mejores herramientas para proteger las necesidades de la nación. En general, y simplificando en buena medida la cuestión, podríamos señalar que la inmensa mayoría de mercantilistas consideraba que la acumulación de medios de pago –especialmente metales preciosos– dentro de la nación constituía un indicio de que esa nación salía ganando del comercio exterior o, al menos, de que no salía perjudicada. El objetivo, por tanto, era adoptar políticas económicas de carácter nacional que permitieran maximizar esos medios de pago, aun a costa de quebrantar la división internacional del trabajo.

Así pues, la cuestión a estudiar pasa a ser, primero, qué pretendían conseguir los mercantilistas con esa acumulación indefinida de medios de pago (especialmente de oro y plata) y, segundo, qué políticas específicas proponían con tal de lograrla.

Los propósitos del mercantilismo

En la lección 3 analizaremos cómo el mercantilismo fue refutado por diversos autores dentro de la llamada "economía clásica". Probablemente el más célebre de ellos fuera el escocés Adam Smith, quien en su libro *La riqueza de las naciones* (1776) popularizó la idea de lo que, a partir de entonces, ha constituido la versión vulgar del mercantilismo. En sus propias palabras, el mercantilismo es la idea de "que la riqueza consiste en dinero, oro o plata". Buena parte de la crítica moderna al mercantilismo se efectúa sobre la base de esta inexcusable equiparación entre dinero y riqueza; como si la acumulación de metales preciosos, y no la satisfacción de las necesidades humanas, fueran el fin último de toda actividad humana.

Ciertamente, no es que la crítica no tuviera base alguna. Thomas Mun, uno de los más célebres pensadores mercantilistas, comenzaba su obra póstuma *England's Treasure by Forraing Trade* (1664) aclarando que: "El mecanismo ordinario de incrementar nuestra riqueza y tesoro es mediante el comercio exterior, en el que debemos observar la siguiente regla: vender cada año más a los extranjeros de lo que les compramos". Otro muy importante pensador mercantilista, Gerard de Malynes, también dejaba sentado en su primer libro *A Treatise of the Canker of England's Commonwealth* (1601) que "la riqueza del reino puede disminuir de tres formas: sacando dinero metálico del país; vendiendo nuestras mercancías demasiado baratas; o comprando las mercancías foráneas demasiado caras". Asimismo, Charles D'Avenant, en su *An Essay on the East-India Trade* (1697), sostiene que: "Cuando examinamos la auténtica causa de la riqueza de Holanda, descubrimos que depende en su mayor parte de la frugalidad de consumir en casa lo que se compra afuera barato, y en llevar al extranjero lo que genera riqueza y proporciona la mayor cantidad de dinero".

Sin embargo, es necesario tener en cuenta que la gran mayoría de pensadores mercantilistas eran hombres de negocio que no estaban tratando utilizar de un modo exquisitamente científico y riguroso el lenguaje, sino que simplemente intentaban expresar unas ideas de un modo meridianamente inteligible para el burócrata de la época. O dicho de otro modo, no parece demasiado justo el agarrarse a sus imprecisiones léxicas para deformar el contenido de sus argumentos. Pues, de hecho, muchos pensadores mercantilistas solían diferenciar entre riquezas naturales (las derivadas directamente de la tierra) y riquezas artificiales (las manufacturas) sin incluir el dinero en ninguna de ambas categorías.

Es más, los propios mercantilistas trataron en numerosas ocasiones de aclarar la aparente confusión. Thomas Mun, por ejemplo, en la obra ya citada afirmaba que "todos los hombre saben que la riqueza de todo reino, estado o comunidad consiste en la posesión de esas cosas que son útiles para la vida civil". Pero probablemente quien hizo un mayor esfuerzo para clarificar la postura mercantilista fue J. Jocelyn en su libro *An Essay on Money and Bullion* (1718): "Generalmente nos referimos al dinero y a los lingotes como riqueza, cuando en realidad no son riqueza en sí mismos, sino los instrumentos y el vehículo de la riqueza. Todo bien que cumpla las propiedades para ser usado es riqueza. Podemos usar con justicia esta definición para la tierra rica que proporciona abundante cosecha; para la mina rica donde abundan los minerales; para el vino rico que se convierte en una delicia para el paladar y el corazón de los hombres. Las riquezas de los hombres, pues, consisten en la abundancia de esos bienes que son útiles para nuestro goce y sustento".

En verdad, no debemos extrañarnos de que los mercantilistas asociaran, siquiera inconscientemente, aquellos bienes que permitía adquirir el dinero (riqueza) con el propio dinero, sobre todo en un sistema económico donde los metales preciosos eran la base monetaria de todo Occidente y donde, por tanto, podían emplearse para acceder a las mercancías deseadas en cualquier parte del mundo. La cuestión, pues, es que la crítica al mercantilismo no puede reducirse a una (incierta) acusación de usar ligeramente el lenguaje, pues fueron muy pocos quienes de verdad pretendieron identificar dinero y riqueza. Sí parece haber sido el caso de Clement Armstrong, quien en su ensayo *How to reform the Realms (*alrededor de 1535) sostuvo que "es preferible disfrutar de abundancia de oro y plata en el reino que de mercancías o mercaderes"; lo mismo puede decirse del colbertista Montchrestien (padre, dicho sea de paso, del término "economía política"), quien en su *Tratado de Economía Política* (1615) afirmó: "Nuestra subsistencia no depende tanto del comercio de materias primas cuanto del oro y de la plata".

Sin embargo, no cabe generalizar afirmaciones tan desafortunadas al conjunto de autores mercantilistas, deslizando la conclusión de que su pretensión era incrementar el "tesoro" de

la nación por sí mismo y sin criterio alguno. Como a continuación analizaremos, el acaparamiento de metales preciosos en el interior de una nación fue visto con buenos ojos por los mercantilistas debido a los dos efectos saludables que presuntamente proporcionaba a) el estímulo al comercio y b) la rebaja de tipos de interés.

El estímulo al comercio

La época mercantilista se caracterizó por dos fenómenos sociales y económicos que dejaron una notable impronta en la mente de los comerciantes. El primero fue la enorme afluencia de metales preciosos desde las Indias, lo que incrementaba los ingresos monetarios de las industrias occidentales y, en tanto sus costes se revalorizaran con mayor lentitud, también sus beneficios. El segundo fenómeno, vinculado en parte al anterior, fue la progresiva transición desde ámbitos económicos de autosubsistencia o de trueques primitivos a divisiones del trabajo más segmentadas y especializadas donde los intercambios de bienes forzosamente tenían que realizarse en dinero.

Así las cosas, desde el punto de vista de un observador externo con escasos conocimientos de teoría económica, el aumento de la cantidad de dinero parecía favorecer la producción de bienes y servicios merced al estímulo que suponían los crecientes beneficios empresariales y, a su vez, permitía desarrollar una economía moderna con una mayor división del trabajo basada en intercambios monetarios.

La primera de estas ideas, que siglos después recogerán diversas tradiciones como el subconsumismo o el keynesianismo, simplemente sostiene que a mayor demanda agregada, mayor oferta agregada. Fueron diversos los mercantilistas que rápidamente establecieron esta conexión causal y se lanzaron a solicitar un incremento de la oferta monetaria con el propósito de cebar la demanda y estimular la producción. Edward Misselden, en su libro *Free Trade* (1622) se muestra favorable a envilecer la moneda aumentándola (actitud poco frecuente entre los mercantilistas, en general críticos con las mutaciones monetarias) para así incrementar la cantidad de dinero, los precios y la actividad económica: "Si bien el aumento de la moneda tenderá a encarecer todas las cosas, seremos generosamente recompensados con una mayor abundancia de dinero y una mayor rapidez de la actividad comercial. Y esto nos sucederá a todos, de modo que quien compre caro también venderá caro, sin que pueda decirse que nadie sale perjudicado. Y es mucho mejor para el Reino que las cosas sean caras gracias a la abundancia de dinero que su baratura por la carestía del mismo". William Potter, en su libro *The Key of Wealth* (1650), probablemente exponga con mayor claridad esta perspectiva mercantilista: "Es evidente que, para el bien común de la sociedad humana, cuanto más dinero, crédito o medios de cambio haya, más mercancías serán vendidas y, por tanto, mayor será el comercio (…) Afirmo que el incremento en la cantidad de dinero no puede provocar un incremento en los precios de las mercancías (o cualquier otro problema) sino que, al contrario, incrementará la venta de las mercancías [y su producción]".

El otro motivo por el que los mercantilistas creían que una mayor cantidad de dinero favorecía el comercio era más refinado. Ya vimos en la lección anterior que el mercader italiano Bernando Davanzati formuló en su libro *Lecciones sobre la moneda* (1588) una versión muy reduccionista de la teoría cuantitativa del dinero donde, en pocas palabras, se asumía que todos los bienes se intercambiaban por todo el dinero existente. Recordemos la cita: "Todas las cosas valen todo el oro que puebla el mundo. Todos los hombres codician con pasión todo el oro para comprar todas las cosas que necesitan para satisfacer sus carencias y deseos". Semejante razonamiento, donde el dinero sólo circulaba una vez en los intercambios, lastraba enormemente la capacidad de avanzar hacia una economía más monetaria. El propio Davanzati denunciaba que la lentitud de ese dinero y su atascamiento en unas pocas manos

impedía el desarrollo de un comercio basado en intercambios monetarios: "Es fácil comprender que todo Estado necesita una cierta cantidad de dinero, como todo cuerpo necesita una determina cantidad de sangre en circulación. Y del mismo modo que si la sangre se detiene en la cabeza o si se dilatan los vasos sanguíneos el cuerpo se consume en hidropesía o apoplejía, también sucede que si todo el dinero se queda en unas pocas manos, como los ricos del ejemplo, el Estado cae rápidamente en convulsiones y otros desastres peligrosos".

Esta idea de Davanzati, que la insuficiencia monetaria genera no ya caídas de precios sino una total interrupción del comercio en ciertas zonas de la economía, es recogida por otros escritores mercantilistas. Edward Misselden expone, en una analogía biológica muy parecida a la de Davanzati, que: "El dinero es el espíritu vital del comercio, y si el espíritu falla, el cuerpo también fallará. Del mismo modo, el cuerpo del comercio parece estar muerto sin la vida del dinero, y también lo están los comerciantes sin el mismo comercio. Solemos decir que el artesano o el obrero no pueden trabajar sin sus herramientas o instrumentos: tampoco el mercader puede comerciar sin dinero".

No obstante, quien más inteligentemente argumenta esta idea es un autor del que luego hablaremos extensamente: John Law en su libro *Dinero y comercio considerados con una propuesta para abastecer con dinero a la nación* (1705). Law constata que antes de la aparición del dinero los intercambios tenían que efectuarse vía trueque o vía crédito, pero estas operaciones eran poco ventajosas por cuanto "1. Quienes deseaban permutar no siempre encontraban gente con los bienes que quería (…) 2. Los contratos pagaderos en bienes eran inciertos por cuanto los bienes de una misma clase diferían en valor. 3. No había una medida común que pusiera en relación los valores relativos de los distintos bienes. Por todo ello, en esta situación de truque el comercio era escaso". Law considera que esta insuficiencia monetaria bloquea la transición hacia una economía puramente monetaria y, por tanto, profundizar en la división del trabajo; de ahí que proponga la necesidad de incrementar la cantidad de medios de cambio para integrar a todos los recursos ociosos dentro de la división nacional del trabajo: "El comercio interno depende del dinero. Una mayor cantidad de dinero da empleo a más gente que una menor cantidad. Una suma limitada de dinero sólo puede poner a un cierto número de personas a trabajar (…) Las buenas leyes debería hacer circular al dinero a su plena capacidad y forzar a que se emplee en las áreas más valiosas para el país".

Por consiguiente, cabe encontrar dos razones dentro del mercantilismo que justificaban la idea de que una mayor cantidad de dinero favorecería un mayor comercio y una mayor producción. La muy simple y engañosa de que más gasto equivale a más producción; y la más refinada y en muchas ocasiones cierta de que el dinero es imprescindible para solventar los problemas de coordinación propios de la división del trabajo y, por tanto, la ausencia de un dinero de calidad limita la extensión y la complejidad de ese esquema de división del trabajo (cuestión distinta es qué entendieran Law y otros mercantilistas por "dinero de calidad"). Gerard de Malynes, a quien también hemos mencionado en el epígrafe anterior, resume con gran habilidad en apenas una frase esta doble perspectiva; en su libro *The Maintenance of Free Trade* (1622) podemos leer lo siguiente: "La falta de dinero es la primera causa de la decadencia del comercio, pues sin dinero no se demandan mercancías. Y cuando regresamos a la permuta o al trueque, el tráfico queda supeditado a las necesidades de los comerciantes, que tienden a destruir la comunidad para enriquecimiento de algunos".

La rebaja de los tipos de interés

Recordemos que uno de los errores heredados de la Escolástica era que el tipo de interés era un fenómeno puramente monetario por el cual resultaba abusivo (usurario) cobrar intereses. Esta visión alcanza a los mercantilistas, quienes en su mayoría y con alguna excepción,

pensaban que el tipo de interés que determinaba la inversión empresarial apenas dependía únicamente de la oferta y demanda de dinero.

Algunos mercantilistas, siguiendo la tradición antiusuraria de la Escolástica, optaron por demandar limitaciones legales sobre el tipo de interés, esto es, a demandar la fijación de tipos de interés máximos. Así, Nicholas Barbon afirma en *A Discourse of Trade* (1690) que "presionar a la baja el tipo de interés (…) no volverá el dinero más escaso, pues si la ley no permite cobrar un interés superior al 3%, aquellos que vivan de rentas tendrán que prestar a tasa o se quedarán sin intereses". Ahora bien, quien habló más decididamente a favor de imponer tipos de interés máximos fue Josiah Child en su panfleto *Brief Observations Concerning Trade and Interest of Money* (1668) quien sostiene que: "Todo lo anterior ofrece argumentos para las cabezas mejor amuebladas de que la limitación del interés es la causa de la prosperidad y de la riqueza de las naciones, de manera que reducir el tipo de interés de este Reino, desde el 6% al 4% ó 3%, nos permitiría necesariamente duplicar nuestro stock de capital en menos de veinte años".

Con todo, la mayoría de mercantilistas se mostraron escépticos con la limitación legal del interés. John Locke, por ejemplo, dedicó su escrito *Algunas consideraciones sobre las consecuencias de la reducción del tipo de interés y la subida del valor del dinero* (1691) a refutar la propuesta de Child: "Cuando consideramos lo difícil que es fijar el precio del vino o de las sedas u otras mercancías innecesarias, y lo imposible que resulta fijar un precio para los víveres en tiempos de hambruna, tal vez quede claro que la ley no puede impedir que los hombres reciban más interés del fijado (puesto que sólo la falta de dinero regula su precio) (…) Si rebajarais el interés al 4%, el comerciante o el intermediario que pide dinero prestado no lo obtendría ni un ápice más barato de lo que lo consigue en este momento, sino que probablemente se producirían los dos efectos negativos siguientes: primero, que pagaría más y, segundo, que habría menos dinero en el país para el funcionamiento del comercio".

En opinión del inglés, sólo había un mecanismo efectivo para rebajar los tipos de interés del dinero: incrementar la oferta del dinero. En esa misma obra podemos leer que: "Admito ante estos hombres que en Holanda el interés es bajo pero esto es así no como consecuencia de una ley o de un artilugio político del gobierno para promover el comercio, sino que es el resultado de la gran abundancia de dinero disponible que hizo que el interés cayera en un principio (…) Admito que sería bueno para Inglaterra, y me gustaría que así fuera, que la abundancia de dinero resultara tan grande entre nosotros que cada hombre pudiera pedir prestado tanto dinero al 4% como le fuera posible emplear en el comercio, y no que tomaran prestado como pudieran emplear al 6% (…) Todas las maneras imaginables de aumentar la cantidad de dinero en un país son las siguientes: o se extrae de las propias minas o se obtiene de nuestros vecinos. Creo que es fácil admitir que ese 4% no tiene la naturaleza de una vara de detección de metales o de una vírgula divina capaz de descubrir minas de oro y plata. La manera de obtener dinero de los extranjeros es por la fuerza, pidiéndoles prestado o por el comercio".

Semejante opinión, que a la postre proporcionaba la otra gran razón que justificaba la obsesión por la acumulación de oro en el interior de un país, aparece repetida en los escritos de numerosos escritores mercantilistas. Edward Misselden escribe: "El remedio para la usura es la abundancia de dinero, ya que en tales casos los hombres no se verán forzados a tomar dinero a interés como sucede cuando el dinero es escaso". También Malynes se expresa en una dirección similar en la última de sus obras arriba citadas: "La usura es la segunda causa de la decadencia del comercio y debe ser remediada con abundancia de dinero". Benjamin Franklin, el político estadounidense, también expresó ideas muy similares en su *A Modest Enquiry into the Nature and Necessity of a Paper-Currency* (1729) también explica que:

"Una gran carestía de dinero en cualquier país provoca que eltipo de interés sea muy alto. Y hay que señalar que es imposible que la ley impida a los hombres percibir un interés exorbitante allí donde el dinero es escaso (…) Por el contrario, una moneda abundante permitirá reducir el tipo de interés, y esto inducirá a invertirlo en tierras, haciendo subir su valor". Y finalmente, James Steuart, considerado el último de los grandes pensadores mercantilistas, también sostuvo en *An Inquiry into the Principles of Political Economy* (1767) que: "Ya hemos dicho, y todo el mundo es consciente de ello, que el tipo de interés cae en proporción a la superfluidad de dinero para prestar".

Para algunos autores modernos, como John Maynard Keynes, el mercantilismo fue, por encima de cualquier otra consideración, una política económica dirigida a rebajar los tipos de interés nacionales acaparando los metales preciosos de otras naciones. Según expone en *La Teoría General del empleo, el interés y el dinero* (1936): "El pensamiento mercantilista nunca creyó que hubiera una tendencia al ajuste automático del tipo de interés para situarse a un nivel apropiado. Todo lo contrario, insistieron en que un tipo de interés alto era un obstáculo importante para el desarrollo de la riqueza e incluso eran conscientes de que el tipo de interés dependía de la preferencia por la liquidez y la cantidad de dinero. Estaban interesados tanto en disminuir esa preferencia como en aumentar la cantidad de dinero y muchos de ellos dejaron constancia clara de que su preocupación por aumentar esa cantidad se debía a su deseo de disminuir el tipo de interés".

En la siguiente lección expondremos, de la mano de Anne Robert Jacques Turgot, los fallos de esta teoría mercantilista: básicamente, el tipo de interés no es un fenómeno monetario sino real, dependiente de la demanda y oferta de capital. Aún así, no deja de ser chocante que, después de haber sido refutados por la teoría clásica, los mismos sofismas vuelvan a cobrar fuerza en la obra de Keynes, planteada precisamente como una refutación de la mucho más razonable teoría clásica y, por tanto, como una reivindicación de todos estos razonamientos mercantilistas.

Los otros motivos del mercantilismo

Junto a estos dos grandes motivos que justificaban el irrefrenable deseo mercantilista por incrementar las existencias de medios de pago dentro de un país, es posible encontrar de manera dispersa otra serie de explicaciones.

Thomas Mun aduce dos razones más. La primera, incrementar el valor de las tierras: "Gracias a esta abundancia de dinero nuestras tierras mejoran. Pues cuando el mercader consigue un buen pedido de su ropa u otras mercancías allende los mares, se vuelve a casa para efectuar nuevos pedidos de lana y otras mercancías en mayores cantidades que antes, lo que consiguientemente mejora la renta de los terratenientes". La segunda, la constitución de un fondo de contingencias (un tesoro en sentido estricto) en favor del monarca, que le permita hacer frente con holgura a emergencias como una guerra, pero que no descapitalice a sus ciudadanos: "El rey que desee almacenar dinero deberá intentar por todos los medios mantener e incrementar el comercio del país con el exterior, pues ésta es la única vía para satisfacer no sólo sus fines, sino también para enriquecer a sus súbditos; se considera que un Príncipe es poderoso tanto por poseer grandes tesoros en sus cofres cuanto por gobernar sobre unos súbditos ricos y bien educados".

Otra de las justificaciones nos la ofrece John Asgill al elaborar su plan para incrementar la cantidad de moneda a partir de la hipoteca de las tierras. Asgill expone la necesidad de generar inflación mediante un incremento de los medios de pago para así diluir el valor de las deudas pasadas: "Los contratos que exigen al Reino pagos en metálico exceden ahora mismo la

cantidad de dinero metálico existente en el Reino; y dado que el dinero se está volviendo más valioso que las letras de cambio, aquellos que lo necesitan para saldar sus deudas lo seguirán demandando; y cuanto más se demande, más altos serán los precios, y cuanto más altos sean los precios, más se multiplicará la demanda y a su vez el precio, lo que vuelve imposible el cumplimiento de estos contratos pasados (…) Por consiguiente, con tal de preservar la paz en el Reino en materia de los contratos pretéritos y para incrementar la oferta presente y futura de dinero, se hace necesario crear otra modalidad de dinero distinta del oro y la plata".

Pero fue otra finalidad la que encandiló a muchos otros pensadores mercantilistas que fueron más allá de querer acumular cada vez más dinero y pasaron a considerar preferible potencia la exportación de aquellas industrias nacionales intensivas en empleo: es lo que Eli Heckscher denominó "el miedo a las mercancías". La hipótesis subyacente en muchos pensadores mercantilistas era que la falta de demanda impedía dar salida a toda la producción nacional, lo que condenaba a parte de la mano de obra al desempleo involuntario; razón que les llevó a considerar conveniente potenciar la demanda internacional de esas mercancías sin salida y en cuya fabricación intervenían gran cantidad de trabajadores.

Nicholas Barbon explica que "las ganancias que la nación deriva del comercio vienen de los aranceles y de vender aquellos bienes que emplean a la mayor cantidad de gente". Más claro si cabe es Josiah Tucker, quien en su *Breve ensayo sobre las ventajas y las desventajas que en materia comercial afectan a Francia o Reino Unido, respectivamente* (1753) estable que: "cuando dos países intercambian sus productos o manufacturas, aquella nación que tiene el mayor número de empleados en este cambio recíproco puede decirse que recibe un saldo positivo de la otra; pues el coste del sobreempleo debe pagarse en oro y plata (…) Esta es la forma más clara y justa de determinar el saldo comercial entre naciones: pues si bien la diferencia de valor entre sus mercancías puede dar lugar a una diferencia entre las sumas abonadas, el principio general es, sin embargo, que el trabajo (y no el dinero) mide la riqueza de la gente, de modo que la ventaja siempre estará del lado de la nación que dé empleo a un mayor número de personas".

Precisamente, una de las contradicciones a las que se enfrentaban los mercantilistas que defendían la necesidad de maximizar el nivel de empleo frente a la tradición anterior consistente en maximizar los ingresos en oro de un país es que muchas de las exportaciones que proporcionaban esos mayores ingresos en oro no eran las más intensivas en mano de obra (sino, por el contrario, las que incorporaban un mayor valor añadido sobre el coste en mano de obra). De ahí que ambos propósitos no pudieran en muchos casos realizarse a la vez: promover las exportaciones que más oro permitían ingresar no eran las exportaciones que más trabajadores permitían emplear. Esta circunstancia llevó a James Steuart a la aparentemente antimercantilista afirmación de que resultaba preferible que un país importara más de lo que exportadora: "Si el valor de los bienes importados es mayor que el de los bienes exportados, nuestro país sale ganando; si importamos una mayor cantidad de trabajo de la que exportamos, el país pierde. ¿Por qué? En el primer caso, los extranjeros tienen que pagar, en especie, por el exceso de trabajo exportado, mientras que, en el segundo caso, el país tiene que pagar a los extranjeros, en especie, por el exceso de trabajo importado. Es, por tanto, un principio general el desincentivar la importaciones de trabajo e incentivar su exportación". O dicho de otro modo, el país que importa productos intensivos en mano de obra está indirectamente subvencionando el empleo en el extranjero (a costa del empleo nacional), con los múltiples perjuicios que ello acarrea.

En todo caso, a estas alturas debería haber quedado clara la diversidad de objetivos –muchos de ellos incompatibles– que confluían dentro del llamado movimiento mercantilista. Y si sus

propósitos ya eran diversos, tanto más lo fueron los instrumentos que diseñaron para lograrlos.

La política económica del mercantilismo

Como decimos, las herramientas de política económica que defendía el mercantilismo eran bastante heterogéneas, sin que pueda decirse que existiera consenso alguno entre los muy diversos autores. Sin embargo, y pese a la variedad de criterios, sí podemos establecer dos grandes grupos: aquellos que buscaban manipular el comercio internacional con tal de incrementar la cantidad de metales preciosos dentro del país y aquellos otros que pretendían crear nuevos esquemas monetarios para aumentar la cantidad de medios de pago dentro del país.

El control del comercio internacional

A día de hoy el mercantilismo suele asociarse con políticas proteccionistas y selectivamente restrictivas del comercio internacional. Ciertamente, no se trata de una asociación infundada, pues la manipulación de las relaciones exteriores constituyó la vía principal por la que muchos mercantilistas trataron de lograr una progresiva acumulación de metales preciosos. En este sentido, podemos encontrar dos grandes tendencias: la de aquel grupo de autores que propugnaba un control directo de los movimientos internacionales de metales preciosos (prohibiendo su exportación o, más comúnmente, regulando los tipos de cambio) y la de aquel otro grupo que quería asegurarse las entradas de metales preciosos influyendo sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente, esto es, regulando las actividades comerciales con tal de garantizar que el país exporta más de lo que importa.

El primer grupo fue especialmente dominante hasta mediados del s. XVII y se encontraba capitaneado por Gerard de Malynes. Malynes dedica su primer libro, *A Treatise of the Canker of England's Commonwealth*, a denunciar la conspiración de los banqueros, los cambistas y los gestores las cecas extranjeras para depreciar la libra inglesa, causando con ello una salida del oro del país. En efecto, y como explicaremos con mayor detalle en la lecciones 3 y 10, si un país importa más de lo que exporta, sus obligaciones de pago a favor del extranjero (las que derivan de haber importado) serán mayores que sus derechos de cobro contra el extranjero (los que derivan de haber exportado), por lo que el tener metales preciosos en el extranjero será más valioso que el tenerlos dentro de las fronteras nacionales (la divisa nacional se depreciará), lo que a su vez derivará en una exportación de esos metales preciosos allí donde son más valiosos (el extranjero): es lo que en las siguientes lecciones denominaremos punto de exportación del oro. Este mecanismo no debería resultar problemático, pues si el oro o la plata nacional llegan al resto del mundo, los precios foráneos subirán en relación con los precios internos, de modo que las exportaciones domésticas tenderán a aumentar y las importaciones a reducirse, logrando una apreciación de la divisa nacional y, por tanto, recibiendo entradas de oro o plata desde el extranjero.

Malynes, sin embargo, dudaba de que esta circulación metálica fuera tan fluida. Primero porque pensaba que las coaliciones entre banqueros, cambistas y gestores de las casas de acuñación extranjeras lograrían mantener el tipo de cambio de la libra artificialmente deprimido: "Los banqueros, al controlar el desarrollo de los cambios, también controlan los tipos de cambio particulares de Inglaterra". Así, una vez los precios subieran en el extranjero, los banqueros internacionales podían retirar sus divisas de Londres, los cambistas girar letras financieras (cambios secos, en la terminología escolástica) en contra de Inglaterra y los gestores de la casa de acuñación aumentar el valor de la divisa (esto es, incrementando el valor nominal de una determinada cantidad de oro o plata) para incentivar más salidas de oro

hacia el extranjero: “[Esta abusiva exportación de dinero] vuelve escaso el dinero en nuestro país, lo que hunde nuestros precios internos; y, al contrario, incrementa el precio de las mercancías extranjeras, donde nuestro dinero se añade a la circulación. Así las cosas, debería suceder que nuestras mercancías pasaran a ser vendidas en el extranjero, pero esto se ve obstaculizado por el aumento del valor nominal de sus divisas, lo que favorece una mayor exportación de nuestro dinero y bloquea sus importaciones de nuestros productos”. Y, en segundo lugar, Malynes asumía en ocasiones que las exportaciones y las importaciones inglesas eran inelásticas a su demanda extranjera, de modo que se seguirían demandando ampliamente con independencia del precio: “En contra de la común objeción en contra de vender nuestras mercancías caras, ya hemos mostrado lo necesarias que éstas son y cuán demandadas son en todas partes”. Por todo ello, Malynes propuso un control oficial de los cambios que prohibiera la venta de libras depreciadas; tal como expone en *The Maintenance of Free Trade*: “Esto sólo podrá lograrse con un decreto de su majestad modificando el Estatuto de los Cambios, prohibiendo que, a los tres meses de entrar en vigor, ningún hombre pueda efectuar ningún cambio de divisas, en el extranjero o en nuestro Reino, por debajo de par (…), sino sólo a esa paridad o, si los mercaderes están de acuerdo, por encima, pero jamás por debajo”.

Malynes, que tenía una profunda comprensión de los mecanismos cambiarios de su tiempo, claramente basó su visión de las relaciones exteriores sobre la idea de que la especulación financiera podía alterar *permanentemente* los tipos de cambio y de este modo alterar el propio equilibrio comercial (debido a la inelasticidad de las propias exportaciones inglesas); una idea que en la siguiente lección comprobaremos como errónea para un sistema de patrón oro pero que, en la lección 10, expondremos como eventualmente válida en un sistema de papel moneda inconvertible.

Fueron Misselden y Mun quienes rápidamente atacaron las tesis de Malynes. Mun, por ejemplo, expresó sus dudas de que los especuladores tuvieran influencia alguna sobre los cambios: “He vivido durante mucho tiempo en Italia, el territorio cristiano donde los bancos y banqueros más operaciones realizan, y nunca he podido oír ni escuchar que hayan tratado de fijar los tipos de cambio de manera coaligada”. En su opinión, “no es la depreciación de nuestra divisa, sino el exceso de compras al extranjero, lo que hace que se reduzca nuestro tesoro”. Mun inaugura así una tradición sobre los tipos de cambio conocida como “la teoría de la balanza comercial”, donde efectivamente se reconoce que, como decía Malynes, los pagos y los cobros internacionales determinan el tipo de cambio, pero donde se hace depender esos pagos y cobros mayoritariamente de las transacciones comerciales. Las transacciones especulativas dirigidas a manipular los cambios son consideradas, pues, poco relevantes. Fijémonos en que Mun no refuta los argumentos de Malynes acerca de la especulación de divisas: simplemente asume que ésta será poco relevante y que el grueso de las operaciones en divisas tendrán un origen real y no financiero.

Con razón o sin ella, las tesis de Misselden y Mun se vuelven dominantes desde la segunda mitad del s. XVII, de manera que el énfasis deja de estar en el control de los cambios o de los movimientos de oro y pasa a colocarse en el manejo directo o indirecto de las exportaciones e importaciones para evitar que un país terminara perdiendo todo su oro: al fin y al cabo, si el tipo de cambio se depreciaba como consecuencia de un saldo comercial desfavorable, las salidas de oro se autoagravaban, en tanto en cuanto la nación deficitaria recibía menos oro del extranjero por sus exportaciones y debía pagar más por sus importaciones. Las dos herramientas propuestas y empleadas a este respecto son, lógicamente, la restricción de las importaciones y la promoción de las exportaciones.

En cuanto a lo primero, Mun propone "restringir el excesivo consumo de las mercancías exteriores (…) [mediante] la aplicación forzosa de las buenas leyes que ya se están cumpliendo estrictamente en otros países". Barbon expone que "si la importación de bienes extranjeros desplaza el consumo de los domésticos (…) semejante problema no debe remedirse prohibiendo la importación, sino imponiéndoles unos aranceles tan elevados que siempre resulten más caros que los producidos en el interior". William Petty, en su *Tratado de los impuestos y de las contribuciones* (1662), establece que: "Todos los bienes [extranjeros] disponibles para el consumo tienen que encarecerse con respecto a los producidos en el interior (…) En cuanto a prohibir las importaciones, digo que no es necesario a menos que excedan en mucho las exportaciones". Por último, Steuart sostiene que: "Estoy seguro de que es del interés de una nación rica el cortar toda comunicación con el comercio dañino, mediante impedimentos tales como las restricciones, los aranceles y las prohibiciones sobre la importación".

La protección arancelaria de la importación se consideraba especialmente prioritaria en el caso de la llamada "industria naciente", esto es, cuando una industria se encuentra en fase de desarrollo y se cree que debe ser resguardada de la competencia exterior. Steuart, por ejemplo, afirma que: "El principio general que debe dirigir al gobernante a la hora de promover y mejorar las industrias nacientes de su país es el de incentivar la manufactura de todas las ramas de sus producciones naturales generalizando su consumo doméstico; excluyendo la competencia extranjera; permitiendo el aumento de los beneficios para lograr una mayor flexibilidad y emulación en las invenciones y mejoras [etc.]". Asimismo, David Bindon, un comerciante de lino fracasado, también publicó *A letter from a merchant who left off trade* (1738) reclamando esta mayor protección internacional para el lino: "La producción de lino es uno de los métodos más beneficiosos para enriquecer y fortalecer a una nación; pero esta manufactura se halla en su fase inicial de desarrollo en Gran Bretaña e Irlanda, lo que impide a nuestra gente vender tan barato (…) como aquellos que llevan tiempo en el negocio, de manera que no podemos progresar en absoluto sin algún tipo de incentivo estatal".

Junto a la restricción de las importaciones, la otra gran prescripción mercantilista era la promoción de las exportaciones. Para ello, Thomas Mun proponía distintas vías, como incrementar la producción agraria de cara a exportarla, ser más frugales en el consumo interno para desplazar a los mercaderes domésticos hacia el exterior, recurrir a políticas de precios predatorios para capturar los mercados extranjeros ("en ciertos casos deberemos vender tan barato como sea posible antes que perder la oportunidad de vender tales mercancías; la experiencia de los últimos años muestra que el ofrecer barata nuestra ropa en Turquía nos ha permitido incrementar tanto nuestras ventas como para desplazar a los venecianos de esos territorios"), bajar los impuestos sobre los exportadores, reducir los aranceles a aquellas importaciones que vayan a reexportarse o directamente subvencionar las exportaciones.

Esta última política de subvencionar las exportaciones no despertaba, sin embargo, unanimidad dentro de los pensadores mercantilistas. Mathew Decker critica en su *An essay on the causes of the decline of foreign trade* (1739) que "las leyes que conceden subvenciones a la exportación de trigo, pescado y carne son muy perjudiciales para las manufacturas; dado que los salarios dependen del alto o bajo precio del trigo, el pescado o la carne, las subvenciones a su exportación sólo sirven para alimentar a los extranjeros más baratos que a nuestra gente, arramblando con nuestro comercio". En cambio, Arthur Young, en *The expediency of a free exportation of corn at this time: with some observations on the bounty and its effects* (1770) se manifestó favorable a subvencionar las exportaciones: "Es prueba indubitable que el precio del trigo ha caído enormemente desde que se empezó a subvencionar (…) En general, los argumentos en contra de las subvenciones y de la libre exportación de trigo son errores u objeciones frívolas y triviales".

Con el paso de los siglos, y en especial tras la crítica de la economía clásica, todo este conjunto de políticas comerciales fueron siendo progresivamente desacreditadas, por mucho que hayan ido resurgiendo en más de una ocasión. De hecho, ni siquiera se hizo necesario esperar a la economía clásica, pues incluso dentro de los mercantilistas aparecieron algunos autores que, como Dudley North, se dedicaron a desmontar todos los clichés relativos a la necesidad de acumular metales precios a costa de restringir el comercio para estimular la industria y bajar los tipos de interés. En un contundente alegato a favor del libre comercio y de la acumulación de capital, North concluso en sus *Discursos sobre el comercio* (1691) que: "Las leyes que restringen el comercio extranjero o nacional afectando al dinero o al resto de mercancías no son los ingredientes que permiten a la gente enriquecerse y lograr abundancia de dinero y de bienes. Al contrario, preservar la paz, mantener la justicia, no obstaculizar la navegación, alentar a los industriosos permitiéndoles acceder a todo tipo de honores y de empleos en el gobierno según su riqueza y caracteres, es lo que permitirá incrementar la producción nacional y, en consecuencia, el oro y la plata abundarán, los intereses bajarán y no se sentirá carestía de dinero".

Pero como sucede en ocasiones, aquellas medidas que a día de hoy menos se asocian con el mercantilismo son las que han terminado dominando el debate intelectual de nuestra época y convirtiéndose en mayoritarias por muy incorrectas que sean. Nos referimos, claro está, a todo el conjunto de propuestas dirigidas a expandir artificialmente el crédito tanto para estimular los intercambios cuanto para reducir los tipos de interés.

La expansión de los medios de pago basados en el crédito

La mayoría de autores mercantilistas estaban obsesionados con acaparar metales preciosos a costa del extranjero con el propósito de estimular el comercio y rebajar los tipos de interés. Probablemente, esta fijación con los metales preciosos, caros y difíciles de conseguir, se debía a su dificultad para concebir otros medios de cambio distintos del oro y de la plata. Al fin y al cabo, pese a que el uso del crédito comercial y bancario ya estaba bastante extendido por Europa (tal como estudiamos en la lección 1), ese crédito seguía siendo pagadero en oro o en plata, lo que constreñía sus posibilidades de extenderse de manera ilimitada.

A partir de la segunda mitad del s. XVII, sin embargo, comienzan a aparecer una serie de autores más 'imaginativos' que se dedican a promover diversos esquemas crediticios no basados en bienes tan cuantitativamente limitados como el oro o la plata, sino en otros mucho más abundantes como la tierra. El primero de todos ellos fue William Potter, quien en 1650 publicó *The Key of Wealth: or, a A New Way for Improving of Trade*. La mayoría de autores modernos que han estudiado a Potter no han dudado en tildarlo de iluminado monetario (Heckscher), locus classicus del inflacionismo (Rothbard) o avanzadilla de los bancos de tierras (Schumpeter). Tales acusaciones, sin embargo, simplifican indebidamente el esquema propuesto por Potter.

Su idea fundamental, ciertamente, partía de la necesidad de incrementar la circulación monetaria para aumentar el comercio y rebajar los tipos de interés: "Dado que no podemos incrementar el dinero a placer hasta alcanzar la cantidad que necesitamos, no tenemos otro mecanismo para acelerar el comercio que multiplicar el crédito firme y reconocido de los mercaderes que pueda transmitirse de mano en mano". O dicho de otra manera, Potter proponía complementar el uso de metales preciosos como medio de pago con el de pagarés de empresa; más específicamente, sostenía que la empresa que emitiera tales pagarés debía ser una sociedad que reuniera el capital de numerosos mercaderes y que contara con un seguro contra impagos. Los pagarés, además, serían pagaderos a la vista en oro –limitando con ello sus posibilidades de emisión– y se girarían únicamente contra "activos de calidad", con cuya

venta a cambio de oro o de los propios pagarés se saldarían las obligaciones vivas. El problema, como desarrollaremos más adelante, fue qué entendió Potter por activos de suficiente calidad: "fianzas, hipotecas de tierras o, si la empresa los acepta, mercancías de considerable valor"; un espectro de activos descontables demasiado amplio que no blindaba su propuesta de degenerar en un entramado inflacionista como le sucedería a la de John Law. No obstante, a diferencia de la propuesta de John Law, Potter parecía ser consciente de la necesidad de que sus pagarés refluyeran al emisor, de que fueran en todo momento amortizables en oro y de que su garantía fuera de buena calidad y fácilmente vendible; que considerara que la tierra (aunque no sólo la tierra) cumplía con esas características fue más bien un error de diagnóstico accesorio que un error esencial en su desarrollo teórico. Por ello, bien podemos considerar a Potter un antecesor confundido de algunas de las ideas de Adam Smith que estudiaremos en la lección 3; en concreto, de la Doctrina de las Letras Reales.

El resto de autores que siguieron a Potter en su propuesta de complementar parte de la circulación monetaria con crédito endosable no tuvieron ni mucho menos tanto acierto como él. Nicholas Barbon y John Asgill, por ejemplo, fundaron en 1690 el primer banco de tierras de Inglaterra a partir de unas premisas teóricas poco sólidas. Barbon afirmaba que "no es absolutamente necesario que el dinero sea oro o plata, pues el dinero solo deriva valor de la ley y no del material en el que se encuentra estampado. El dinero tiene el mismo valor y presta el mismo servicio si esta hecho de latón, cobre, hojalata o cualquier otra cosa". Asimismo, John Asgill, en su libro *Several Assertions Proved* (1696), defendió que "[los títulos respaldados por tierras] tierras cumplen con las propiedades del dinero y son más útiles y valiosos que el oro y la plata", siendo conveniente que la ley convierta esos títulos hipotecarios en curso forzoso ("la ley obligaría a utilizarlos como medio de pago"). Claramente, los puntos de partida de Potter, por un lado, y de Barbon y Asgill por otro tienen poco que ver: Potter no defiende el curso forzoso de sus pagarés, Asgill sí; Potter no quiere sustituir al oro y la plata por sus pagarés sino complementar su circulación, Barbon y Asgill, sí; los pagarés de Potter son convertibles a la vista en oro, los títulos hipotecarios de Barbon y Asgill no. O dicho de otro modo, Potter parece entender que sus pagarés son títulos de deuda que se utilizan como medios de pago, mientras que Barbon y Asgill caen en la trampa de pensar que sus títulos de deuda son *dinero*, en concreto, dinero papel. Tendremos que esperara a las lecciones sexta y séptima para distinguir adecuadamente ambos conceptos, pero baste indicar que el dinero es un bien presente con el que extinguir deudas, mientras que las deudas son obligaciones futuras de pago en dinero: no conviene mezclar ambas categorías.

Con todo, no fueron ni Potter, ni Barbon, ni Asgill quienes lograron un mayor predicamento y una fama universal con sus esquemas crediticios, sino el economista escocés John Law. Law no sólo fue un teórico, sino también un hombre de negocios y político que puso en práctica buena parte de las ideas contenidas en su obra *Dinero y comercio considerados con una propuesta para abastecer con dinero a la nación* (1705), que no es más que su propuesta legislativa para reformar el sistema bancario escocés (sabiamente rechazada por el Parlamento de Escocia). Aunque Law ha pasado a la historia como un completo ignorante económico debido al sonoro fracaso que experimentó en Francia y que luego relataremos, lo cierto es que el escocés fue un economista en muchos aspectos brillante: probablemente, su exposición sobre el origen, las funciones y las propiedades del dinero no sea superada hasta finales del s. XIX con la obra de Carl Menger (que estudiaremos en la lección quinta). Además, Law se opuso a las devaluaciones, a las mutaciones monetarias o al control normativo de los tipos de interés, entendiendo que eran mucho más perjudiciales que beneficiosas.

Ni mucho menos puede decirse, por consiguiente, que todo su esquema teórico fuera un absoluto desastre. Sus errores no surgen desde el comienzo, sino que van brotando conforme

desarrolla sus razonamientos. En concreto, Law era consciente de que el dinero resultaba imprescindible para superar los inconvenientes del trueque, para proporcionar una buena reserva de valor y para homogeneizar los precios en una unidad de cuenta común. El dinero que el mercado naturalmente había seleccionado para ello había sido la plata, debido a sus buenas propiedades: estandarizable en calidad, poco costosa de transportar, valor internacional homogéneo, fácil de almacenar y muy divisible. Pero, para Law, la plata tenía un gran problema: su escasez en relación con las necesidades del comercio, sin que todas las propuestas efectuadas por los mercantilistas para acumular estos metales preciosos se hubiesen mostrado de utilidad. La alternativa que proponía Potter de suplir la falta de plata con crédito o pagarés convertibles en plata tampoco convence a Law, por considerarlo demasiado restrictivo: "Todo crédito que promete un pago de dinero no se puede extender más allá de cierta proporción que debe guardar con el dinero; tenemos tan poco dinero que el crédito que podríamos dar a partir de él sería irrelevante". Y es a partir de esta última consideración donde Law comienza a encadenar todos los errores que le condujeron al descrédito futuro.

Al igual que Barbon y Asgill, Law se plantea "si otros bienes distintos de la plata pueden convertirse en dinero con la misma seguridad e idénticas ventajas" y la conclusión a la que llega es que sí, que la tierra tiene propiedades superiores a la plata para convertirse en dinero. La plata, para el escocés, es un bien con valor susceptible de fluctuar ampliamente debido a las manipulaciones monetarias de los monarcas, a la facilidad para exportarla y al eventual aumento de su producción, y un bien que, en consecuencia, podría llegar a desmonetizarse y a hundirse enormemente de valor debido a su escasa utilidad no monetaria. En cambio, un dinero papel cuyo valor estuviera ligado a las tierras de Escocia resultaría, en su opinión, mucho más ventajoso: "1. Fácil de transportar. 2. Idéntico valor en todas partes. 3. Se puede conservar sin pérdida o gastos. 4.Puede dividirse sin pérdida. 5. Puede llevar un cuño oficial (…) que lo hace más difícil de falsificar". Pero la mayor de las ventajas del papel moneda para Law no aparece en su propuesta ante el parlamento escocés, sino en su tercera *Carta sobre el nuevo sistema financiero* (1720) donde expone que: "La mayor ventaja de emplear papel moneda es que nunca habrá tentación de retirarlos de su uso adecuado, que es el de circular"; esto es, la función primordial del papel moneda inconvertible en plata es esterilizar el supuestamente dañino atesoramiento (la bestia negra de todos los pensadores inflacionistas, incluyendo los mercantilistas).

En resumen: "la experiencia en la mayor parte de las naciones comerciales confirma que el papel está más cualificado para ser usado como dinero que la plata, *siempre y cuando éste tenga valor*"[énfasis añadido]; valor que vendría dado por su ligazón con las tierras de Escocia. Justamente, para establecer esa conexión entre el valor del papel moneda y las tierras, Law propuso crear una comisión parlamentaria autorizada a emitir ese papel moneda por tres procedimientos: a) concediendo hipotecas equivalentes a dos tercios del valor de mercado de las tierras y cobrando el tipo de interés de mercado, b) concediendo hipotecas equivalentes al 100% del valor de mercado de las tierras, siempre que se ceda a la Comisión, hasta el completo repago de la hipoteca, el uso de la tierra, c) comprando tierras a su valor de mercado.

Además, la Comisión se obligaba a cobrar las hipotecas o a revender las tierras en el propio papel que había emitido, y no a cambio de oro o plata. En cierto modo, la Comisión actuaba como una caja de conversión de papel moneda por tierras; o, mejor dicho, como un banco que emitía pasivos convertibles en tierra. Gracias a ello, Law creía que el valor del papel moneda se estabilizaría y supliría a la muy escasa plata: "El papel moneda propuesto tendría el mismo valor que la plata, pues poseería el valor de la tierra que lo garantiza, y el valor de la tierra es igual al de la suma de plata que se paga por ella [en el mercado]".

Como decimos, el Parlamento de Escocia no llegó a aprobar este esquema de inflación crediticia, de modo que no podemos relatar las consecuencias que habría tenido. Sin embargo, sí podemos localizar los fallos y deficiencias que desde un punto de vista teórico aquejan al sistema y, al mismo tiempo, también podemos analizar las consecuencias que sí acarreó su aplicación parcial en Francia a partir de 1715.

Los problemas generales del sistema propuesto por Law son básicamente tres:

1. El dinero no es en última instancia el papel, sino las tierras: Aunque Law afirma que el papel cuenta con mejores características dinerarias que la plata, lo cierto es que la comparación adecuada no debe establecerse entre el papel y la plata, sino entre las tierras y la plata; al fin y al cabo, en la época de Law ya circulaban los pagarés desembolsables en plata, sin que por ello cupiera decir que el patrón monetaria era el papel del pagaré. Una vez establecemos los términos de la comparación de manera adecuada, ya no queda ni mucho menos claro que, incluso bajo los propios criterios de Law, la tierra sea un mejor dinero que la plata: ni es más fácil de transportar (es imposible de transportar, en realidad), ni tiene un valor idéntico en todas las zonas (de hecho, el mercado del suelo es extremadamente localista), ni los gastos de conservación son más bajos que los de la plata (el gasto anual para mantener en buen estado las tierras es bastante más elevado que el de mantener en buen estado la plata), ni es más fácilmente divisible sin que pierda valor (el valor de muchos terrenos depende, justamente, de su extensión y unidad). Tales características de las tierras vuelven muy complicada su utilización como dinero: si un tenedor de papel moneda sólo quiere reembolsar una parte, o se le deniega la conversión o puede ser necesario dividir las tierras; los gastos anuales de mantenimiento de las tierras serían elevados para la Comisión; y, al no poder transportarse, la única manera de trasladar el dinero fuera del país sería logrando que algún extranjero acepte tener exposición a las tierras escocesas (lo que en ciertos momentos de pánico, puede ser muy complicado y muy costoso). Pero el mayor defecto de la tierra como dinero no son los anteriores, sino la inestabilidad de su valor.
2. El valor de las tierras es potencialmente muy fluctuante: El precio de mercado de las tierras no depende de su utilidad directa, sino de la expectativa de los bienes futuros que proporcionará. De hecho, el propio Law le recrimina a Hugh Chamberlen, otro economista que presentó ante el parlamento escocés un sistema similar al suyo, que proponga extender préstamos hipotecarios sin capitalizar el valor de las tierras según el tipo de interés: "Ninguna anticipación es igual a lo que ya existe. Un año de renta hoy equivale a 15 años de renta dentro de 50 años, pues ese dinero prestado a interés producirá ese tanto". La crítica que efectúa Law a Chamberlen es sin duda acertada, pero supone un misil contra la línea de flotación de Law, sin que él sea muy consciente de ello. Al fin y al cabo, si el precio de mercado de las tierras depende de las expectativas de producción de bienes futuros, ese valor presente podrá fluctuar enormemente según se mantengan perspectivas pesimistas u optimistas sobre el futuro. Y un bien cuyo valor es susceptible de fluctuar mucho no puede ser un bien dinero que actúe como unidad de cuenta. Pero, además, existe un problema todavía mayor: crear medios de pago presentes –papel moneda– a partir de bienes futuros (bienes que todavía no existen) necesariamente generará inflación toda vez que esos medios de pago se trasladen por el resto de la economía. Simplemente, se habrá creado nuevo poder adquisición sin producción presente para ser adquirida en contrapartida.
3. Inexistencia de anclajes dentro del sistema de precios: El problema anterior podría volverse especialmente grave si el sistema de Law termina, como parece inexorable, concediendo al papel moneda la prerrogativa del curso forzoso del país y desplazando

a la plata como dinero. Al fin y al cabo, Law es bastante claro al establecer que la monetización de las tierras se efectuará a su precio de mercado *en plata*, pero si esta deja de circular y los precios de las tierras quedan fijados en términos del propio papel moneda que respaldan, habría una absoluta indeterminación de los valores nominales de ese sistema económico: cuanto más papel emitiera la Comisión, más subirían los precios de las tierras y cuanto más subieran los precios de las tierras, más papel moneda tendría que emitir la Comisión a quienes se las quieran vender. En el fondo, sólo hay dos formas de limitar esta perversa dinámica del sistema: o haciendo que el papel moneda sea convertible en plata (o en oro) o dejando que sea la circulación de plata la que determine los precios del resto de bienes, naciendo el papel moneda a partir del valor en plata de las tierras. Ésta última parece ser la solución propuesta por Law, al menos al momento de lanzar su sistema, pero desde luego resulta tremendamente incoherente con su planteamiento general: tanto si el papel moneda es convertible en plata como si no lo es pero se constriñe su emisión a los precios en plata, se está reconociendo implícitamente que el anclaje monetario del sistema lo proporciona la plata y no la tierra, esto es, se está reconociendo que la plata es dinero y la tierra no.

Todas estas carencias del sistema, perfectamente discernibles sin necesidad de su puesta en práctica, se dejaron notar en gran medida cuando John Law puso parcialmente en funcionamiento su esquema monetario en Francia. Allí acudió una década después de que el parlamento de Escocia rechazara su proyecto para convencer al Duque Felipe II de Orleans, en aquel momento regente de Luis XV, de que le permitiera iniciar sus operaciones en Francia. Tengamos presente que, en aquel momento, el Estado francés se hallaba en una muy complicada situación financiera que le impedía explotar los vastos territorios de La Luisiana –la Nueva Francia– en lo que hoy es EEUU. Por consiguiente, se juntaron el hambre con las ganas de comer: John Law buscaba crear un esquema de expandir sobremanera el crédito y el Estado francés necesitaba desesperadamente crédito.

Fue así como el Felipe II de Orleans le permitió a John Law crear un banco privado, el Banco General, cuyos pasivos debían ser convertibles en oro y plata (esta es la principal diferencia con respecto al esquema remitido por Law al parlamento escocés). En principio se trataba de una entidad esencialmente privada, pero pronto comenzó la camaradería con el Gobierno: éste depositó todos sus fondos en el Banco General, obligó a pagar los impuestos con sus pasivos y, en última instancia, se convirtió en el principal prestamista del Gobierno.

Paralelamente, en 1717 Law creó la Compañía de Occidente (o Compañía del Mississippi) a la que se le concedió un monopolio de la explotación de La Luisiana. Las perspectivas de la empresa eran tan positivas que, nada más salir a bolsa, el precio de sus acciones, que debían adquirirse con pasivos del Banco General, se disparó. La Compañía tenía un acuerdo con el Gobierno por el que emplearía los billetes recibidos en adquirir deuda pública a perpetuidad, permitiéndole así una financiación más barata al Estado. Un año después, el Duque de Orleans nacionalizó el Banco General, redenominado como Banco Real, convirtiendo sus pasivos en curso legal para saldar cualquier obligación dentro de Francia y convirtiéndose en el prestamista privilegiado de la Compañía (de hecho, la Compañía compró el banco en 1720). Las acciones de esta última se dispararon desde 150 libras hasta tocar las 18.000, lo que a su vez incrementaba la aparente solvencia de la compañía para seguir endeudándose y seguía proporcionando, en las sucesivas ampliaciones de capital, jugosos fondos para el Gobierno. Tal fue la locura que, en 1719, la Compañía optó por prestarle al Gobierno suficiente capital (obtenido de préstamos del banco y de ampliaciones de capital) como para que recomprara toda la deuda pública del país con tal de abaratar sus costes financieros: los accionistas de la Compañía, pues, se convirtieron indirectamente en los nuevos prestamistas del Gobierno.

El clima de muy elevada inflación originado por la muy amplia emisión de billetes del Banco Real condujo a que, en 1720, las perspectivas económicas dejaran de verse tan pujantes y el público comenzara a vender las acciones de la Compañía a cambio de los pasivos del Banco Real, demandando su inmediata conversión en oro y plata. Pinchada la burbuja y exigida la conversión en oro y plata de unos billetes sin suficiente cobertura (todos los activos del banco estaban inmovilizados en deuda pública y acciones de la Compañía), el sistema estaba condenado a colapsar. John Law trató de evitarlo de distintos modos –por ejemplo, limitando la convertibilidad de los pasivos a los de más alta denominación, quemando públicamente billetes del Banco General, prohibiendo el atesoramiento de oro, o monetizando las acciones de la Compañía para tratar de mantener su precio– pero sólo consiguió acelerar la huida de los pasivos del banco y generar todavía más inflación. El sistema terminó desmoronándose para general descrédito de un John Law que tuvo que escapar del país.

No es difícil encontrar en el esquema empresarial de Law los mimbres de su esquema teórico: el Banco Real se dedicó a imprimir billetes a cambio de títulos sobre bienes futuros, ya fuera deuda pública o acciones de la compañía (en lugar de tierras de Escocia); una vez la inflación se desató, tal como era anticipable, el banco fue incapaz de atender sus pasivos. Se trataba, por tanto, de una perversa organización financiera que, por muy denostada que terminara siendo, ha constituido la base de numerosos sistemas monetarios desde entonces. El lawismo, o la creación de moneda con cargo al valor de bienes futuros, se siguió practicando desde entonces con todo tipo de activos: la monetización de tierras (los asignados franceses y los Rentenmark alemanes), la monetización de deuda pública (practicada por todos los bancos centrales del planeta, incluidas las recientes flexibilizaciones cuantitativas de la Reserva Federal estadounidense) o la monetización de deuda familiar y empresarial (de hipotecas, por ejemplo). En suma, el lawismo, la creación contra bienes futuros de pasivos a corto plazo que confieren poder adquisitivo presente, constituye la piedra angular de las finanzas modernas por mucho que le estallara entre las manos al hoy estigmatizado John Law.

Conclusión

El pensamiento mercantilista dominó intelectual y políticamente las economías europeas hasta finales del s. XVIII. Su idea distintiva, dentro de un maremágnum de teorías diversas y en parte incompatibles entre sí, fue la necesidad de acaparar metales preciosos a costa del extranjero o de crear divisas nacionales desvinculadas de las del resto de países (papel moneda no convertible en oro o plata) para así estimular el comercio nacional y rebajar artificialmente los tipos de interés. Para alcanzar este objetivo, se defendieron todo tipo de restricciones a los intercambios internacionales así como a la libre disposición del patrón monetario internacional que espontáneamente habían seleccionado los agentes económicos (el oro o la plata).

Hubo que esperar hasta el s. XVIII para que las disparatadas restricciones del mercantilismo fueran levantándose por los gobiernos y, sobre todo, para que un nutrido grupo de intelectuales y economistas europeos refutara todas las premisas y argumentos del mercantilismo. Es lo que se conoció como la Escuela Clásica, justamente nuestro objeto de estudio en la siguiente lección. Ahora bien, recordemos que, por mucho que la Escuela Clásica refutara con contundencia el pensamiento mercantilista, éste ha ido resurgiendo en distintos momentos de la historia camuflado bajos diferentes ropajes y que, de hecho, el lawismo –la creación de moneda a partir del valor de bienes futuros– sigue siendo a base de nuestro sistema financiero actual.

LECCIÓN 3 – LA REACCIÓN DE LA ESCUELA CLÁSICA CONTRA EL MERCANTILISMO

Antecedentes

El pensamiento mercantilista dominó la escena intelectual europea hasta bien entrado el siglo XVIII. Como ya estudiamos en la lección 2, el objetivo fundamental del mercantilismo era incrementar los medios de pago internos de un país, a través de las restricciones sobre el comercio internacional y de la manipulación del crédito, para así estimular su actividad económica y reducir los tipos de interés nacionales.

Desde comienzos del s. XVIII, sin embargo, comienzan a aparecer economistas de diversa índole que cuestionan las bases mismas del sistema mercantilista. En Inglaterra ya mencionamos a Dudley North, pero fue en Francia donde se gestó un movimiento más numeroso durante la primera mitad del s. XVIII: la fisiocracia, encabezada por François Quesnay. Los fisiócratas eran de la opinión de que la riqueza se originaba únicamente en el proceso de producción agraria y no en el comercio o en la acumulación de metales preciosos, de ahí que rechazaran las políticas mercantilistas consistentes en subvencionar industrias, restringir la importación de mercancías u obsesionarse con la acumulación de oro; en su opinión, la riqueza que sólo se generaba en el campo era posteriormente distribuida y transmutada en manufacturas que, sin embargo, no suponían riqueza adicional (de hecho, a los industriales los consideraban la “clase estéril”). Carecía de sentido, pues, tratar de manejar políticamente este comercio para impulsar el crecimiento de una nación, cuando lo verdaderamente imprescindible era lograr un respeto mucho más riguroso hacia la propiedad privada de los ciudadanos (especialmente en la tierra) y una amplia libertad de intercambio que garantizara la eficaz distribución de la producción agraria (lo que permitiría asegurar, a su vez, la satisfacción del consumidor y una adecuada retribución al productor). Todo esto les llevó a rechazar casi cualquier tipo de interferencia gubernamental sobre unas relaciones económicas individuales que, según su punto de vista, promovían mucho mejor el bienestar general. De hecho, se cuenta que en 1680 el padre del mercantilismo francés, Jean-Baptiste Colbert, le preguntó a un comerciante llamado Le Gendre qué debía hacerse para mejorar la industria y el comercio de la nación, a lo que Le Gendre le respondió: “Déjenos en paz” (*laissez-nos faire*); con los años, y gracias a la labor divulgativa del fisiócrata Vicent de Gournay, la frase *laissez faire, laissez passer* (dejad hacer, dejad pasar) se convirtió en un efectivo slogan contra el mercantilismo y en favor del libre mercado.

Pero la crítica a los presupuestos del mercantilismo fue mucho más allá de los fisiócratas. A partir de la segunda mitad del s. XVIII, la gran mayoría de autores emprende una inestimable labor de ir desarmando todas y cada una de las ideas mercantilistas que habían colonizado la política económica europea durante los dos siglos anteriores. Surge así una generación de economistas que recibirá el nombre de “economistas clásicos” y que conformará un extraordinario caldo de cultivo de nuevas, acertadas y profundas teorías económicas, claramente superiores a los planteamientos mercantilistas y a una parte de los escolásticos (en especial, su errónea concepción de los tipos de interés). Dos nombres propios sobresalen en este período sobre todos los restantes excelentes economistas: Richard Cantillon y Adam Smith (seguidos muy de cerca por Jean Baptiste Say). Aunque Smith haya sido tildado, no sin buena parte de razón, como el padre de la ciencia económica moderna, conviene dejar constancia de que varias décadas antes el economista irlando-francés Richard Cantillon ya había escrito una refutación del mercantilismo mucho más breve pero también completa que la de Smith. Como a continuación estudiaremos, no hubo prácticamente

argumento mercantilista que Cantillon dejara en pie, aun cuando el mismo mantuviera algunos componentes marcadamente mercantilistas. En cierto modo, podríamos calificar a Cantillon como el anti-John Law, es decir, como el paradigma del antimercantilismo: ironías del destino, Cantillon fue amigo y posteriormente enemigo de John Law y cultivó su fortuna comprando y vendiendo las acciones de la Compañía del Mississippi que Law se encargó de inflar con su perverso esquema inflacionista.

En las siguientes páginas, dividiremos la réplica ofrecida por la escuela clásica al mercantilismo a partir de los dos grandes errores de esta última doctrina: los relativos a la circulación monetaria y a los tipos de interés. Dado que, a su vez, esos dos errores constituían la base de su contraproducente programa de política económica consistente en manipular el comercio exterior, dedicaremos el último epígrafe a revisitar la nueva teoría de las relaciones exteriores. Es aconsejable prestar atención, además, en que al mismo tiempo en que los prejuicios mercantilistas iban decayendo ante la implacable argumentación de los clásicos, otras erróneas doctrinas dirigidas a restringir el *laissez faire* fueron emergiendo en cada uno de los campos estudiados; en ocasiones, se tratará de simples refritos y reformulaciones del mercantilismo, en otras nos hallaremos ante nuevas y más peligrosas falacias que pisotearán el desarrollo y la libertad de la humanidad por varias generaciones.

Los errores mercantilistas sobre la circulación monetaria

Los errores del mercantilismo a propósito de la circulación monetaria pueden clasificarse en dos: a) la idea de que es necesario incrementar la cantidad de dinero para que aumente el número de intercambios monetarios y, por tanto, la división del trabajo, b) la idea de que es menester incrementar la cantidad de dinero para relanzar la demanda agregada de la economía y, con ella, la oferta agregada. En realidad, ambos prejuicios están en buena parte interrelacionados, pues afirmar que la carestía de dinero constriñe los intercambios monetarios también constituye la base para afirmar que la demanda de bienes es inferior a la que podría haber sido y, por tanto, que la oferta también lo es. A efectos analíticos, sin embargo, conviene que las tratemos por separado, pues el primer razonamiento sí tiene un cierto poso de verdad mientras que el segundo es un completo fiasco desde su mismo planteamiento y, además, ambos argumentos evolucionarán por derroteros distintos.

La carestía de dinero como obstáculo a la división del trabajo

El argumento de que la carestía de dinero restringe la división del trabajo sólo puede sostenerse si se asume tanto que una misma cantidad de dinero no puede circular con mayor rapidez y por tanto participar en un mayor número de intercambios, cuanto que no existen otros instrumentos complementarios al dinero que actúen como medios de pago en los intercambios.

La primera de estas ideas fue cuestionada por el brillante economista Richard Cantillon en su *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general* (1755). En la segunda parte de este libro, Cantillon busca demostrar que “una circulación más rápida del dinero en el cambio equivale, hasta cierto punto, a un aumento del dinero efectivo”, es decir, que no es cierto que la única forma de incrementar los intercambios monetarios sea, tal como pensaban muchos mercantilistas, aumentar la cantidad de dinero disponible: si ese dinero circula con mayor rapidez, una menor cantidad prestará el mismo servicio que una mayor. El economista irlando-francés pretende demostrar su argumento ilustrándolo con un ejemplo imaginario sobre la economía inglesa, donde puede observarse que no necesita una cantidad de dinero equivalente al valor de mercado de su producción anual para lograr que toda esa producción se intercambie por dinero.

Así, Cantillon expone que los agricultores ingleses tienen que preocuparse por la gestión de tres rentas: el alquiler que pagan a los propietarios de las tierras, los gastos relacionados con la producción de las tierras (salarios y otros factores productivos) y los beneficios empresariales (que asume que se transforman en consumo o en inversión). Cantillon considera que la primera renta equivale a un tercio del total y es una renta que debe pagarse en dinero. En cuanto a las otras dos rentas, el irlando-francés explica que sólo se necesitará contar con dinero para aquella porción que se desee intercambiar por bienes comercializados en la ciudad y que Cantillon la estima en un sexto del total; el resto puede distribuirse en especie ("el colono puede preparar su cerveza o hacer su vino, sin gastar dinero efectivo; cocer su pan, matar los bueyes, corderos y cerdos que le sirven de sustento en el campo; puede pagar en granos, en carne y bebida a la mayor parte de sus ayudantes, no sólo a los obreros manuales, sino a los artesanos del campo, evaluando tales artículos al precio del mercado más próximo, y el trabajo al precio ordinario de la localidad") de manera que no será necesario contar con dinero para la mitad de la renta. Por consiguiente, si toda la producción nacional sale del campo (tal como Cantillon asume: "todos los artículos alimenticios producidos por un país salen, directa o indirectamente, de las manos de los colonos, y otro tanto ocurre con los materiales de los que se confeccionan las mercancías"), esa economía sólo necesitará, de entrada, contar con una cantidad de dinero equivalente a la mitad del valor de su producción. Para facilitar su cálculo, sin embargo, Cantillon parte de la base de que se necesitarán dos tercios del total.

Por ejemplo, si el valor de mercado de toda la producción anual es de 15.000 onzas de plata, el equivalente a 5.000 onzas se tendrán que transferir en forma de renta a los terratenientes, otras 5.000 onzas se destinarán a comprar bienes en la ciudad, y el resto será repartido en especie entre los agricultores: esta economía, pues, sólo requeriría de 10.000 onzas de plata para distribuir bienes valorados en 15.000. Pero para ser más exactos habría que decir que se requerirán 10.000 onzas si "todos los pagos que se hacen con ese dinero, del campo a la ciudad y de la ciudad al campo, se realizan una vez al año". Si, como Cantillon pasa a considerar inmediatamente, "los propietarios de tierras estipulan con sus colonos el pago semestral de las rentas, en lugar de pagos anuales, y los deudores de las otras dos rentas hacen también sus pagos cada seis meses", la economía sólo necesitará 5.000 onzas de plata, "porque cinco mil onzas, pagadas dos veces, producirán el mismo efecto que diez mil onzas pagadas una sola vez".

Verbigracia, a comienzos de año, los terratenientes tienen 5.000 onzas de plata y los comerciantes de la ciudad otras 5.000. Terminado el año, terratenientes y comerciantes les compran dos tercios de su producción a los agricultores (recordemos que el otro tercio lo autoconsumen ellos) a cambio de 10.000 onzas y estos, a su vez, utilizan esas 10.000 onzas para pagar la renta a sus propietarios (5.000 onzas) y para adquirir los bienes que les venden los comerciantes en la ciudad (5.000 onzas), volviendo así a reiniciar el año. Si, en cambio, los pagos se realizaran cada semestre, bastaría con que los terratenientes y los comerciantes tuvieran unas reservas de tesorería de 2.500 onzas cada uno: a finales de junio, comprarían la producción cosechada hasta ese momento a cambio de 5.000 onzas y los agricultores destinarían ese dinero a pagar su renta semestral (2.500 onzas) y a comprar bienes en la ciudad (2.500 onzas); a finales de diciembre, se repetiría la operación, concluyendo la redistribución de una producción de 15.000 onzas (incluyendo el autoconsumo) con apenas 5.000, un tercio del total.

Pero Cantillon va más allá: si los pagos fueran trimestrales, sólo se requeriría un dinero total de 2.500 onzas, esto es, de un sexto del valor total de la producción; y, obviamente, si los pagos fueran mensuales, apenas se necesitarían 833 onzas de plata (un 5% del total de producción). La cuestión en realidad no era tanto la de calcular empíricamente cuánto dinero

hacía falta en las economías de la época (que, dicho sea de paso, Cantillon estimaba en una novena parte dela renta total), sino la de desmentir al mercantilismo demostrando que una misma cantidad de dinero puede circular a distintas velocidades, y que a mayor rapidez de circulación, menor dinero será necesario y por el contrario, a menor rapidez, mayor: "Bastará con que [mi estimación] se acerque a la verdad y evite que los gobernantes de los Estados se formen ideas extravagantes acerca de la cantidad de dinero que en ellos circula".

En nuestro último ejemplo, sin embargo, hemos empleado una hipótesis simplificadora que el propio Cantillon se encarga de desmentir: que todos los pagos dentro de la economía se sucedían de un modo perfectamente coordinado. Así, los agricultores pagaban a comerciantes y terratenientes justo después de que éstos compraran su producción, pero, ¿qué sucedería si los agricultores necesitaran comprar los productos de los comerciantes, o pagar las rentas de los terratenientes, unos días o meses antes? ¿Qué sucedería si los agricultores vendiesen su producción cada trimestre y, en cambio, hubiesen de pagar el alquiler de su tierra todos los meses? Por un lado, los agricultores necesitan efectuar unos pagos para los que carecen de dinero y, por otro, terratenientes y comerciantes tienen unas reservas de dinero a las que no piensan darles ningún uso en el corto plazo.

Una posible solución sería que los agricultores pidieran ese dinero prestado a terratenientes y comerciantes, abonándoles los correspondientes intereses. Pero tal solución no siempre será la más adecuada, pues supone abocar a los agricultores a tener que pedir prestado (pues tienen la obligación de pagar) un bien (el dinero) que no tiene por qué ostentar el monopolio de los medios de pago. Así, otra posibilidad sería que negociaran un aplazamiento del pago de varios meses, hasta que cobren su dinero de terratenientes y comerciantes; es decir, terratenientes y comerciantes podrían cobrarse sus servicios no al contado sino de manera aplazada. Otra posibilidad, muy vinculada a la anterior pero más útil, es que los agricultores compren las mercancías a los comerciantes o paguen sus alquileres a los terratenientes a cambio de una promesa de pago a, por ejemplo, dos meses vista: dentro de dos meses, y una vez los agricultores hayan enajenado a cambio de onzas de plata sus cosechas, saldarán estas promesas de pago entregando las onzas de plata recibidas… pero hasta entonces los terratenientes o los comerciantes podrán haber endosado a otras personas esas promesas de pago para efectuar sus respectivas compras (incluso, como ahora mismo veremos, pueden endosárselas a los agricultores, volviendo innecesario el desplazamiento de la plata). Llegado el vencimiento de los distintos créditos, muchos de ellos ni siquiera tendrán por qué pagarse en dinero, ya que si un agricultor A debe entregarle 10 onzas de plata a un mercader B que, a su vez, tiene que abonarle 10 onzas de plata a ese agricultor A, ambos podrán saldar sus posiciones compensando respectivamente sus deudas. Es lo que Cantillon denomina "trueques por evaluación": "Todos los trueques que se hacen por evaluación no exigen, en absoluto, dinero contante. Si un cervecero suministra a un lencero la cerveza que consume para su familia y el lencero suministra al cervecero los paños que éste necesita, todo ello al precio vigente en el mercado, el día de la entrega no hará falta entre estos dos comerciantes más dinero que la suma necesaria para pagar la diferencia de lo que uno de ellos ha suministrado de más".

Dicho de otra manera, la posibilidad de efectuar compras a crédito y, posteriormente, de que las distintas deudas acumuladas se compensen entre sí, reduce todavía más la cantidad de efectivo que necesita una economía. A mayores pagos por compensación de créditos, menor necesidad de dinero en efectivo. Y, obviamente, para que las compras a crédito se puedan generalizar, hace falta que exista una relación de confianza entre las distintas partes implicadas (básicamente, la confianza en saber que te va a poder pagar cuando venza su deuda): "Semejantes trueques por evaluación pueden ahorrar mucho dinero contante en la circulación, o al menos acelerar su movimiento, haciéndolo innecesario en varias manos por

donde necesariamente debería pasar si no existiera esta confianza y este género de trueques por evaluación. Así se justifica la afirmación de que la confianza en el comercio hace menos escaso el dinero. Los orfebres y los banqueros públicos, cuyos billetes circulan corrientemente en los pagos como dinero contante y sonante, contribuyen también a la velocidad de circulación, la cual sufriría un retraso si hiciera falta dinero efectivo en todos los pagos en que la gente se contenta con billetes".

Nótese una consideración que Cantillon efectúa de pasada pero que resultará esencial para la adecuada comprensión de las interrelaciones entre dinero y crédito: utilizar deudas como medio de pago (por ejemplo, billetes de banco) no equivale a incrementar la cantidad de dinero en circulación, sino a incrementar la velocidad a la que ese dinero circula. O dicho de otro modo, las promesas de pago pueden denominarse "medios de cambio" pero no deberían recibir el nombre de "dinero": ya que, de hecho, su cometido es incrementar la rapidez a la que circula ese dinero. Será necesario esperar hasta finales del s. XIX para que Knut Wicksell termine de poner de manifiesto que los medios de pago crediticios no aumentan la oferta de dinero sino su velocidad de circulación (o, lo que es lo mismo, reducen su demanda), tal como estudiaremos en la lección 6.

Ahora bien, démonos cuenta de que esta emisión de promesas de pago para sufragar las compras de quienes todavía no tienen dinero en sus bolsillos es una propuesta muy cercana a la efectuada por John Law y que estudiamos en la lección anterior. Al fin y al cabo, John Law proponía grosso modo financiar las compras de bienes presentes merced a la venta de la producción futura de las tierras. De hecho, nosotros mismos denominamos lawismo a la creación de moneda presente contra bienes futuros. ¿Acaso Cantillon, a quien en la introducción hemos denominado el anti-Law, terminó cayendo en los mismos errores teóricos que el propio Law? Ciertamente, Cantillon no fue muy explícito en este punto, pero todo parece indicar que era consciente de la necesidad de evitar monetizar deudas a largo plazo: "El banquero estará en condiciones de prestar buena parte del dinero que debe y recibe al comienzo de cada semestre, por un corto término de algunos meses, antes de la terminación de dichos períodos". Desde luego, existe una notable diferencia de grado: mientras John Law estaba dispuesto a monetizar la producción agraria de los próximos 20 ó 30 años, Cantillon apenas pensaba en unos meses. Pero, aún así, en esta rúbrica el irlando-francés no hilo tan fino como habría sido recomendable.

Con tal de complementar las teorías de Cantillon sobre la circulación monetaria, tendremos que recurrir al otro gran genio del s. XVIII: Adam Smith y su obra *Una investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones* (1776). Es aquí donde Adam Smith expone la que posteriormente será conocida como la Doctrina de las Letras Reales, es decir, la teoría que explica qué condiciones deben cumplir los activos para poder ser convertidos en moneda (monetizados) sin descoordinar a los agentes económicos que participan en la división del trabajo. Pero para comprender adecuadamente este teorema, necesitamos describir el contexto argumental en el que se inserta.

Smith dedica su libro II de *La riqueza de las naciones* a analizar la naturaleza del capital y el proceso por el que se acumula. Para Smith, los bienes de capital (el escocés habla de "capital" en lugar de "bien de capital", pero es mucho más correcto y menos confuso este segundo término) son aquel conjunto de bienes producidos que se utilizan para producir más bienes. Se dividen en tres partes: los bienes de consumo ya distribuidos a los consumidores (aquellos bienes "que no proporcionan un ingreso o beneficio. Consiste en el stock de comida, ropa, muebles… que han sido adquiridos por los consumidores finales pero que todavía no han sido consumidos"), el capital fijo ("aquellos bienes que proporcionan un ingreso o beneficio sin circular o cambiar de propietario") y el capital circulante (aquellos bienes "que proporcionan

ingresos al circular o cambiar de propietarios"). A su vez, el capital fijo se divide en "maquinaria y los instrumentos comerciales que economizan el trabajo", en "todos aquellos edificios que son instrumentos para proporcionar un beneficio", en "las mejoras de la tierra" y en "las destreza útiles aprendidas de todos los habitantes y miembros de esa sociedad". Por su parte, el capital circulante se divide en "el dinero, con el cual las otras tres partes del capital circulante se distribuyen al consumidor final", en "el stock de provisiones que ya están en posesión del carnicero, el pastor, el ganadero, el mercader de trigo, el cervecero… y de cuya venta se espera derivar un beneficio", en "los materiales de la ropa, los muebles o los edificios que, aunque primarios y más o menos terminados, no se han transformado todavía en alguna de estas formas" y en los bienes "ya terminados pero que todavía están en poder del mercader o del productor y todavía no han sido distribuidos a los consumidores finales". Actualizando la terminología a partir de un filtro moderno de la contabilidad, podríamos esquematizar la división de los bienes de capital que establece Smith del siguiente modo:

Estas tres clases de bienes de capital están, para Smith, interrelacionadas: el propósito último tanto de los bienes de capital fijo como de los bienes de capital circulante es "mantener y aumentar el stock de bienes que se reserva para el consumo inmediato".; los bienes de capital fijo "no pueden proporcionar ningún ingreso sin la cooperación de los bienes de capital circulante"; y los bienes de capital circulante han de terminar transformándose o en bienes de consumo o en bienes de capital fijo. Smith sólo exceptúa un bien de capital circulante cuyo propósito no es ni transformarse en bien de consumo ni en bien de capital fijo: el dinero. El dinero es, más bien, "la gran rueda de la circulación, el gran instrumento del comercio", que por su permanencia dentro del sistema económico guarda enormes parecidos con los bienes de capital fijos (Smith, pues, entiende el dinero como una gran infraestructura para distribuir y hacer circular los bienes): en particular, que su uso y mantenimiento son costosos y detraen factores productivos de otras ramas de la producción. Es entonces cuando Smtih se plantea si no existen maneras de sustituir al dinero en sus funciones y, por tanto, de economizarlo incrementando con ello la renta total de la sociedad. Y, en efecto, la respuesta a la que llega es que es posible sustituirlo a través del uso del "papel moneda": "la sustitución del dinero oro y plata por el papel moneda supone reemplazar un instrumento muy caro del comercio por otro más barato y, en muchos casos, igualmente adecuado. En tal caso, la circulación comienza a realizarse con otra rueda, que es menos costa de construir y mantener que la anterior".

Démonos cuenta de que en esta denominación Smith no es demasiado riguroso, por cuanto se deja llevar por las apariencias físicas en lugar de por el sustrato económico. En efecto, tan papel moneda es el billete de un banco que promete entregar una determinada cantidad de oro o plata en cuanto se le solicite a la entidad, como el papel moneda que no da derecho a nada en concreto y que circula porque el Gobierno obliga a pagar los impuestos con él. Smith mete dentro del saco de papel moneda tanto a uno como a otro –en la lección cinco explicaremos las fundamentales diferencias entre ambos– pero su ideal y sobre el que basa su razonamiento es en "un papel moneda que consista en billetes bancarios, emitido por gente de indudable crédito, pagadero a la demanda sin condicionalidad alguna y que, de hecho, se pueda pagar tan pronto como se solicite". En puridad, pues, estamos ante una promesa de pago en oro o en plata: lo sustancial y lo que le da valor no es el soporte físico de la promesa (el papel) sino el contenido de la promesa (entrega inmediata de una cantidad de metales nobles). De ahí que en adelante, y por coherencia con el resto de las lecciones, hablaremos de promesas de pago, de pasivos a la vista o de derechos de cobro y no de papel moneda (término que dejamos reservado para el papel moneda *inconvertible*).

Así, Smith concibe la emisión de pasivos bancarios como una manera de economizar el uso del dinero caro; dinero caro que, ante su superfluidad, podrá exportarse al exterior a cambio

de bienes de consumo o de capital que enriquecerán al país. Sin embargo, la creación bancaria de promesas de pago no está exenta de riesgos, ya que si las entidades emiten más pasivos que aquel oro que habría circulado en su lugar, el oro se sobreexportará al extranjero y las reservas de los bancos –merced a las cuales pueden honrar sus promesas– se tensionarán, obligándoles a limitar su política de monetización de activos. Es decir, el uso de pasivos bancarios como medio de pago acarrea indudables ventajas pero también importantes riesgos. Tal como Smith resume en uno de los pasajes más bellos y conocidos de su obra:

El oro y la plata que circulan por un país puede compararse, en rigor, con una autopista que, si bien contribuye a transportar a la ciudad todos los cereales y el trigo del campo, no contribuye en sí misma a producirlos. El juicioso funcionamiento de la banca proporciona, si se me excusa el uso de esta metáfora tan forzada, una especie de puente a través del cielo que nos permite transformar gran parte de las autopistas en pastos y labranzas, incrementando con ello la producción anual de la tierra y el trabajo. Ahora bien, hay que reconocer que el comercio y la industria del país, aunque puedan de algún modo incrementarse, no pueden ser tan seguros cuando están suspendidos en el cielo con las alas de Dédalo del papel moneda que cuando viajan a través del firme terreno del oro y la plata; incluso más allá de los accidentes a los que se exponen por la impericia de los conductores del papel moneda, el comercio se expone a otros riesgos contra los que ni la prudencia ni la habilidad de esos conductores pueden protegernos.

La cuestión, por consiguiente, es qué comportamientos bancarios son los que Smith pensaba que resultaban lo suficientemente prudentes como para minimizar los riesgos de la operación. Y es aquí donde entra de lleno la Doctrina de las Letras Reales que desarrolla el propio Smith y que supone un fundamental complemento a la teoría de la circulación monetaria de Cantillon. Para el escocés, los bancos deben limitarse a descontar letras reales, esto es, promesas de pago que emerjan de transacciones comerciales *reales*: "Cuando un banco le descuenta a un comerciante una letra de cambio real, girada por un acreedor real sobre un deudor real, y que, tan pronto llegue a vencimiento, sea verdaderamente pagada por el deudor, tan sólo le está adelantando una parte del valor que, en caso contrario, se habría visto obligado a mantener ocioso en forma de tesorería para hacer frente a demandas ocasionales". Pero no sólo es necesario que las transacciones que originan la deuda impliquen el traslado de bienes presentes, sino que deben ser bienes presentes que integren el capital circulante de la comunidad y que estén a punto de transformarse en bienes de consumo en poder de sus demandantes finales: "Un banco, de acuerdo con sus propios intereses, no puede adelantar a un mercader la totalidad o la mayor parte del capital circulante de ese mercader; pues, aunque ese capital le está continuamente entrando y saliendo en forma de dinero, la totalidad de los cobros son demasiado tardíos en relación con la totalidad de los pagos, de manera que, en períodos tan cortos de tiempo como los que incumben al banco, los repagos del mercader no pueden igualar a los adelantos. Y todavía menos puede el banco adelantarle al comerciante una parte considerable de su capital fijo". Y, en todo caso, la circulación máxima de pasivos bancarios que pueden circular en una economía deberá constreñirse a la siguiente limitación: "La totalidad del papel moneda de toda clase que puede circular con facilidad en cualquier país no puede exceder el valor del oro y de la plata que viene a reemplazar o que circularía –asumiendo que el volumen del comercio es constante– si no hubiera papel moneda".

Estas tres directrices son, en el fondo, las que conforman la Doctrina de las Letras Reales: los bancos sólo pueden monetizar deudas comerciales (primera directriz) que reflejen

transacciones sobre bienes presentes a punto de llegar a su consumidor final (segunda directriz) y por un importe igual al valor de mercado, en oro o plata, de esos bienes de consumo (tercera directriz). En tal caso, el dinero y los pasivos bancarios facilitarán la distribución de bienes pero no se dedicarán a financiar su producción: “El modo en que las operaciones juiciosas de los bancos pueden incrementar la industria del país no es incrementando su capital, sino logrando que una mayor parte de ese capital esté activo y productivo”. La lógica de la Doctrina de las Letras Reales es palmaria: no crear medios de pago presentes contra bienes futuros (como demandaba Law) ni contra bienes presentes por un importe mayor a aquel por el que vayan a poder enajenarse; es decir, sólo se deberán crear nuevos medios de pago contra el valor al que vayan a poder venderse los bienes presentes que estén ya en proceso de alcanzar a su consumidor final (es decir, contra bienes de capital circulante terminados o semiterminados pero en un estadio muy avanzado), de modo que los medio de pago que creen los bancos puedan liquidarse en el mismo proceso de la distribución de los bienes para el que se requieren esos medios de pago.

Probablemente, sin embargo, Jean Baptiste Say se expresó con mayor claridad que Smith en su *Tratado de Economía Política* (1803), cuyo propósito era, de hecho, volver más asequible y comprensible *La riqueza de las naciones* de Smith. No sólo porque Say sí diferencie entre crédito-papel y papel moneda (estas últimas, “obligaciones a las que el poder político les otorga circulación coactiva en el pago de todas las compras y en la amortización de todas las deudas”), sino porque su exposición de los límites de la monetización bancaria resulta bastante más clara que la de Smith:

El crédito papel sólo puede suplantar, y parcialmente, a aquella porción del capital nacional que desarrolla las funciones del dinero, que circula de mano en mano para facilitar las transacciones; en consecuencia, ningún banco comercial, o ningún crédito papel de ningún tipo, puede proporcionarles a las empresas agrícolas, manufactureras o comerciales los fondos que necesitan para la construcción de barcos y maquinaria, para excavar las minas o los canales, para desbrozar tierras descuidadas, o para emprender especulaciones duraderas; en pocas palabras, no se ha de utilizar ningún fondo como inversión de capital. El requisito esencial del crédito papel es su instantánea conversión en dinero; cuando la totalidad del papel no está cubierta con dinero en las reservas del banco, la diferencia debe plasmarse en activos a corto plazo.

Si los bancos se restringen a este principio –a la Doctrina de las Letras Reales– los prestamistas del banco correrán nulos riesgos de acuerdo con Say: “Los tenedores de billetes de banco convertibles en dinero asumen poco o ningún riesgo, siempre que el banco esté bien administrado y no dependa del gobierno. Aun cuando se produjera un colapso total de la confianza y todos se agolparan para amortizar sus billetes, lo peor que les podría suceder es que cobraran en forma de letras de cambio a corto plazo adquiridas a un descuento (…) Si el banco tiene capitales propios, incluso existe seguridad adicional”. Si, por el contrario, el banco actúa imprudentemente y monetiza activos a largo plazo “se producirá un reflujo continuado de los billetes del banco, quien se verá en la costosa obligación de conseguir un dinero que desaparecerá de sus manos tan rápidamente como lo haya conseguido”.

Es curioso, además, cómo en este punto el economista suizo Simonde de Sismondi, crítico radical de una parte de las teorías de Say que a continuación estudiaremos, coincide casi punto

por punto con el francés. Tal como expone en sus *Nuevos Principios de Economía Política* (1819):

Para un banco es de enorme importancia que sus descuentos sean empleados en los limitados modos en que pretendió que se utilizaran; y si la letra de cambio que se les presenta para el descuento no se ha originado de una mayor actividad comercial sino que es sólo el vehículo para pedir prestado cuando todo el mundo pide prestado y no hay suficientes prestamistas, es muy importante para el banco que rechace esos descuentos. De hecho, al rechazarlo contribuirá a restringir el número de préstamos y a reducir el endeudamiento del público; o, mejor dicho, los reducirá a un nivel equivalente al capital que se ha ofrecido para financiarlos.

Queda clara, pues, la enorme distancia que existe entre los planteamientos de Cantillon, Smith y Say con respecto a los de John Law: los primeros defendían unos pasivos bancarios convertibles en oro y el segundo no; los primeros defendían la monetización de créditos comerciales a corto plazo garantizados por bienes de consumo presentes, el segundo veía con buenos ojos monetizar tantos bienes futuros como fuera posible. De hecho, la cautela de Smith era tal que consideraba que el único crédito comercial que debía monetizarse era el que surgiera en las transacciones entre empresarios (y no entre empresarios y consumidores), debiendo el consumidor efectuar sus compras en monedas de oro; sólo así, creía el escocés, los bancos no tendrían ninguna capacidad para influir sobre los precios de los productos, cuyas ventas ellos mismos se dedicaban a adelantar. Recordemos que uno de los fallos del lawismo era precisamente ése, que el nivel de precios de los activos monetizados quedaba endógenamente determinado por la actividad de los bancos o de las casas de emisión de papel moneda.

Aunque pueda parecer innecesario, es importante que diferenciemos claramente el lawismo de la Doctrina de las Letras Reales y, a su vez, que no olvidemos todos los elementos constituyentes de la segunda. No en vano, son muchos quienes consideran a John Law como el primer representante de la Doctrina de las Letras Reales y también, como veremos en la lección siguiente, fueron muchos los economistas que, después de Smith, quisieron emplearla para justificar un régimen monetario donde los billetes de banco no eran convertibles en oro: cuando, justamente, la convertibilidad del pasivo bancario en oro era la salvaguarda y la garantía de que los bancos no se pueden sobrepasar por mucho tiempo en sus monetizaciones de activos y, en última instancia, en sistema no caía presa de los vicios del lawismo.

Hechas todas estas aclaraciones, podemos fácilmente concluir por qué el temor mercantilista de que la insuficiencia de dinero impidiera extender los intercambios monetarios y constriñera la división del trabajo estaba parcialmente infundado: el dinero no sólo puede circular físicamente con mayor rapidez, sino que un sistema económico es capaz de crear internamente los medios de pago, garantizados con la producción de mercancías en alta demanda, que ese sistema necesita (y cuyo efecto es el de incrementa todavía más la velocidad de circulación efectiva del dinero). O tal como lo resume magistralmente Say: “No es la suma de las monedas la que determina el número y la importancia de los intercambios; son el número y la importancia de los intercambios los que determinan la cantidad de moneda que se requiere”. Los miedos mercantilistas sólo estarían fundados para economías primitivas, donde el escaso dinero disponible no pudiese circular con mayor rapidez y donde, además, los pagos mediante instrumentos crediticios no resultasen posibles debido a la escasa confianza entre las partes. En todos los restantes casos, la obsesión por acumular metales

preciosos o de implantar esquemas inflacionistas de papel moneda con tal de impulsar la división del trabajo carece de sentido pues la propia división del trabajo creará sanamente los medios de pago necesarios para instrumentar los intercambios. De hecho, durante las décadas posteriores el debate sobre la circulación monetaria pasó a girar sobre cuáles eran las condiciones institucionales y económicas que permitían esa sana creación de medios de pago; precisamente, éste será el asunto que trataremos con mucho más detalle en la lección 4.

Todo esto debería haber despejado definitivamente los prejuicios mercantilistas contra una insuficiencia de medios de pago, pero, aun así, a finales del siglo XIX volvieron a aparecer los temores sobre una inadecuada provisión de oro ante la desmonetización de la plata. Ése será uno de los asuntos que estudiaremos en la lección 6.

La carestía de dinero como lastre de la demanda agregada

El otro gran error mercantilista relacionado con la circulación monetaria hace referencia a aquel grupo de pensadores que veían el incremento en la cantidad de dinero como una vía para aumentar la demanda agregada de la economía y, de este modo, relanzar la oferta. Y si el anterior argumento de que la insuficiencia de dinero limitativa la división del trabajo ya resultaba innecesariamente exagerado, el presente es del todo punto incorrecto.

De entrada, si normalmente un mercado libre es capaz de generar endógenamente los medios de pago que necesita para profundizar en su división del trabajo y distribuir su producción, cabe plantearse cuáles serían las consecuencias de un súbito incremento de estos medios de pago; a la postre, que algo sea innecesario no significa forzosamente que sea perjudicial, de modo que los mercantilistas podrían seguir teniendo razón a la hora de querer impulsar la demanda agregada con un acaparamiento interno de medios de pago. Nuevamente, el primer economista que se plantea cuáles son los efectos de un cambio en la oferta de dinero dentro de una economía fue Richard Cantillon en su *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*. De hecho, la respuesta que ofrece el irlando-francés se ha convertido en tan célebre con el paso de los siglos que ha pasado a conocerse como el "Efecto Cantillon". En concreto, nuestro autor se centra en analizar los efectos de un incremento en la cantidad de dinero según éste se derive de una mayor producción minera en el interior del país o de un saldo exterior favorable.

En el primer caso, "el propietario de estas minas, los empresarios y cuantos trabajan en ellas no dejarán de aumentar sus gastos en proporción a las riquezas que obtengan; además, prestarán a interés las sumas de dinero remanente después de disponer de lo necesario para sus gastos". El hecho de que el gasto en consumo comience a incrementarse en un punto concreto de la economía no es neutral para Cantillon: aquellos artículos que demanden los mineros y sus trabajadores serán los que concentrarán los aumentos de precios y de gasto, lo que a su vez hará que sus productores puedan incrementar sus contrataciones y sus gastos. "Estos precios elevados inducirán a los colonos a emplear más extensión de tierra para producir [aquellos productos que consumen los mineros y sus trabajadores] en años sucesivos. Estos mismos colonos se beneficiarán con el referido aumento de precios e incrementarán, como los otros, sus gastos familiares". Sucede, no obstante, que no todos los habitantes del país podrán aumentar su consumo: si la producción no ha crecido (o lo ha hecho en menor medida que el nuevo dinero inyectado), unos podrán gastar de más porque otros gastarán de menos. Y éstos últimos serán quienes vean sus rentas incrementar en menor medida de lo que se ha encarecido su cesta de consumo: "Quienes sufrirán este encarecimiento y el aumento del consumo ajeno serán, primeramente, los propietarios de las tierras, mientras duren sus contratos de arrendamiento; después, sus criados y todos los obreros o gentes con salario fijo. Será preciso que todas estas personas disminuyan su gasto

en proporción al nuevo consumo, circunstancia que obligará a un gran número a salir del Estado y a buscar fortuna en otros países". Pero si la producción de dinero y el alza de precios continúan, finalmente todas las rentas internas terminarán aumentando, lo que llevará a los nacionales a comprar más al exterior y a los extranjeros a comprar menos a los nacionales, esto es, se generará un déficit con el exterior que se saldará con la salida del exceso de producción de dinero: "Cesará esa abundante circulación de dinero, que era general al principio, y sobrevendrán la pobreza y la miseria, con lo que el trabajo de las minas no resultará sino en ventaja de quienes están ocupados en ellas, y de los extranjeros que con ello se benefician".

En el segundo caso, cuando el incremento en la cantidad de dinero se deriva de un saldo favorable con el exterior, Cantillon asume que "el aumento de dinero enriquecerá a un gran número de comerciantes y empresarios en el propio Estado y permitirá ocupar a los numerosos artesanos y obreros que producen los artículos exportables al extranjero, de donde el dinero se obtiene. Ello aumentará el consumo de estos habitantes industriosos y encarecerá el precio de la tierra y el del trabajo, pero las gentes laboriosas, atentas a amasar un patrimonio, no aumentarán por lo pronto sus gatos; esperarán hasta que hayan reunido una buena suma de donde puedan obtener interés seguro". Dicho de otra manera, si el dinero llega primero a quienes lo invierten para aumentar su producción futura en lugar de a aquellos que desean gastarlo inmediatamente en bienes de consumo, los efectos antes descritos (encarecimiento desigual de los precios, destrucción de empleo y déficit exterior) tardarán mucho más tiempo en manifestarse.

En el fondo, estos dos Efectos Cantillon sólo indican que si el aumento de dinero se transforma *directamente* en un aumento del gasto en consumo, el proceso inflacionista será mucho más rápido que si se transforma *indirectamente*, esto es, si el nuevo dinero se invierte inicialmente y se gasta en consumo después. Aunque no ofreceremos una descripción completa del Efecto Cantillon hasta que consideremos en el siguiente epígrafe las dispares consecuencias que estos fenómenos ejercen sobre los tipos de interés, sí podemos adelantar que Cantillon anticipa parte del proceso que en la lección 8 nos permitirá describir el ciclo económico: distorsiones en los patrones de gasto, en las especializaciones productivas y en los precios relativos de la economía. Su teoría es incompleta e imperfecta (por ejemplo, como explicaremos en la lección 6, la producción minera de oro, cuando responde a un sistema de precios libre, es socialmente beneficiosa) y no deja de tener ciertas reminiscencias mercantilistas (su conexión demasiado rígida entre déficit exterior y desempleo), pero al final supuso una durísima crítica contra la pretensión de querer manipular la oferta monetaria de un país con el propósito de impulsar su industria: el resultado a corto o medio plazo de ese proceso no será más sino menos riqueza.

Refutado que los incrementos en la cantidad de dinero tengan efectos sosteniblemente beneficiosos para la industria y que haga falta una mayor cantidad de medios de pago para sostener una división del trabajo de mayor tamaño, sólo restaba comprender cómo es posible sostener la demanda de una producción creciente de bienes y servicios sin que haya un incremento previo de la circulación de medios de pago. Esto es: si la oferta depende de la demanda y la demanda es incapaz de crecer por la congelación parcial de la cantidad de dinero, ¿no corre un país el riesgo de producir un exceso invendible de todos los bienes y de caer en una crisis económica por el desplome de los ingresos empresariales? En parte, la respuesta ya la hemos adelantado con la Doctrina de las Letras Reales, pero hacía falta una teoría que pusiera adecuadamente en relación la oferta y la demanda agregada.

El artífice de esta teoría fue fundamentalmente Jean Baptiste Say, quien en su *Tratado de Economía Política* enunció lo que más adelante se conocería como "ley de los mercados" o incluso como Ley de Say:

El hombre que dedica su trabajo a crear objetos valiosos que proporcionen utilidad de algún tipo no puede esperar que ese valor sea apreciado y pagado por otras personas, a menos que esas otras personas cuenten con los medios para adquirirlos. Pero, ¿en qué consisten esos medios? En otros productos valiosos, como lo son los frutos de la industria, del capital y de la tierra. Lo que nos lleva a una conclusión que puede resultar paradójica: es la producción la que posibilita la demanda de otros productos.

La Ley de Say, que conecta perfectamente con la Doctrina de las Letras Reales que el propio Say defendía, sirve para demostrar que las sobreproducciones generalizadas son imposibles: no es la insuficiente demanda la que constriñe las posibilidades de producir más, pues producir más supone, también, contar en última instancia con los medios (mercancías producidas) para demandar más. De hecho, las conclusiones que extrae el francés de su razonamiento ponen de manifiesto la fundamental armonía de intereses que existe en una economía de libre mercado en contra de los prejuicios mercantilistas: 1. "En cualquier comunidad, a mayor número de productores y a mayor variedad de producciones, más concurridos, numerosos y extensos serán los mercados de esos productos", 2. "Cualquier individuo está interesado en la prosperidad general, pues el éxito de una rama de la industria promociona el éxito de las restantes", 3. "No es perjudicial para la industria y la producción nacional que importemos mercancías extranjeras, pues no podemos comprarles nada a los extranjeros que no paguemos con productos nacionales que coloquemos en el exterior", 4. "El simple estímulo del consumo no beneficia al comercio, pues lo realmente complicado es proporcionar la producción, no estimular el deseo de consumir".

En contra de lo que han sostenido economistas posteriores (como John Maynard Keynes), Say jamás negó la posibilidad de que aparecieran sobreproducciones en algunos sectores económicos concretos, sino que descartaba que una sobreproducción generalizada fuera posible: "El exceso de una mercancía concreta se produce cuando su oferta excede su demanda total por alguno de estos dos motivos: o porque se ha fabricado de manera excesiva o porque la producción de otras mercancías se ha quedado corta". Acaso, lo que a Say se le olvidó considerar es que sí podía desplomarse la demanda agregada *presente* de todas las mercancías si esa demanda venía en gran parte alimentada por el crédito, esto es, por la promesa de entregar una producción futura que repentinamente puede descubrirse que no existirá; pero incluso en ese caso no hay una insuficiente demanda agregada: la demanda presente se desploma cuando la oferta futura también lo hace, de modo que la ley de Say sigue siendo cierta. De hecho, considerando la producción y la demanda agregadas, presentes y futuras, la Ley de Say es absolutamente: ni puede consumirse aquello que no se produce ni es posible que se sobreproduzcan bienes de todas las clases para cualquier período de tiempo.

La claridad y profundidad teórica de Say no consiguieron, sin embargo, despejar por entero los viejos prejuicios mercantilistas, que encontraron nuevas reformulaciones en el s. XIX. Probablemente, fue el suizo Simonde de Sismondi, a quien ya hemos mencionado, el economista que más contribuyó a renovar la fachada intelectual de los viejos temores subconsumistas del mercantilismo, aunque con un matiz esencial: Sismondi, que no se consideraba mercantilista, parecía tener claro que el problema de la falta de gasto en una economía no cabía buscarla en la falta de dinero. Tal como expuso en su *Economía Política* (1815): "Un incremento en el capital nacional es la herramienta más poderosa para

incentivar el trabajo, pero un incremento de los medios de cambio no posee el mismo efecto. Los capitales cooperan en la reproducción anual de la riqueza, dando lugar a un ingreso anual; pero el dinero continúa estéril y no da lugar a ningún ingreso. (…) [Si se le pregunta a un capitalista por qué ha dejado de invertir, responderá que por la falta de dinero], pero no es el dinero lo que le falta, sino las ventas del consumidor, ya que ha ajustado la comercialización de sus manufacturas a la demanda". Para Sismondi, la inversión actual que realizan los capitalistas con tal de producir mercancías y venderlas en el futuro depende de la demanda esperada de otros trabajadores y de otros capitalistas, que a su vez viene limitada por la renta que hayan cosechado en el período actual. Si se incrementa la producción futura por encima de la renta presente, o bien no se adquirirá toda esa producción (dando lugar a bancarrotas empresariales y despidos) o bien, si se adquiere, será a costa del capital acumulado y necesario para mantener el nivel de renta (lo que dará lugar a despidos de trabajadores y a contracciones de su gasto); por tanto, los capitalistas sólo invertirán adecuadamente sus capitales si la producción esperada se iguala a la demanda esperada (constreñida por la renta actual). Tal como expone en sus Nuevos Principios de Economía Política: "Nuestras naciones son susceptibles de caer en dos peligros que parecen contradictorios. Se pueden empobrecer tanto por gastar demasiado como por gastar demasiado poco. Una nación que gasta demasiado y que excede su renta, debe echar mano de su capital y perjudica su capacidad futura de producción (…) Por otro lado, si gasta demasiado poco y no consume o exporta toda su producción, pronto se encontrará en la posición del individuo aislado que, teniendo su granero lleno de trigo y no estando deseoso de incurrir en trabajos inútiles, rehúsa sembrar nuevos campos".

Sismondi, al revés de Say, cree que es el deseo de consumir lo que delimita y precede las posibilidades de producción, por cuanto, en última instancia, las necesidades del ser humano no son ilimitadas y, por tanto, no pueden fabricarse bienes indefinidamente que no sean demandados por nadie: "Muchos economistas contemporáneos cometen el gran error de considerar el consumo como si tuviera una capacidad ilimitada y estuviera siempre listo para devorar una producción ilimitada (…) Transformar a la sociedad en un complejo fabril de incesante producción no nos traería la prosperidad sino que haría que sintiéramos la miseria de manera más acusada que en la actualidad". En su opinión, las economías de su época (principios del s. XIX) ya habían alcanzado un nivel de desarrollo suficiente como para satisfacer las necesidades básicas de todos los individuos, quienes deberían preferir reducir su insoportable carga laboral antes de seguir fabricando cantidades adicionales de bienes y servicios: "Gracias al progreso industrial y científicos que permite a la humanidad aprovechar todas las fuerzas de la naturaleza, un trabajador puede producir hoy más de lo que necesita consumir por día. Pero aunque el trabajo individual permite producir una cantidad creciente de bienes, si el goce de la riqueza se distribuyera entre todos, se tendería a trabajar menos". Si esto no sucede es porque la sociedad se divide en dos clases: un conjunto de obreros depauperados que se ven forzados a trabajar durante prolongadas jornadas laborales para simplemente ser capaces de adquirir los bienes básicos con los que subsistir y otro conjunto de rentistas que viven de los beneficios que obtienen por pagar bajos salarios a los trabajadores y que destinan sus ganancias al consumo suntuario: "El lujo sólo es posible en tanto sea adquirido con el trabajo ajeno; y la gente sólo está dispuesta a vender su trabajo durante largas jornadas laborales en lugar de incrementar su tiempo libre porque apenas puede adquirir los bienes básicos para subsistir, no porque desee adquirir bienes de lujo". Según el economista suizo, sería preferible que, para mantener la economía en funcionamiento, los ricos no tuvieran que adquirir crecientemente bienes de lujo sino que se procediera a una amplia redistribución de la renta que redujera la producción agregada a cambio de incrementar el tiempo libre de los obreros.

En realidad, los argumentos de Sismondi no son del todo incompatibles a los de Say. El economista suizo pensaba que la sobreproducción podía acaecer en mercancías físicas, sin llegar a considerar que el mayor tiempo de ocio es un bien económico como los demás y, por tanto, también cabe considerarlo un subproducto de la organización económica. En concreto, una vez la división del trabajo satisface las necesidades más perentorias del ser humano, éste puede optar por seguir trabajando para fabricar otras mercancías o por reducir su carga de trabajo para disfrutar de un mayor tiempo libre. Nada de ello va en contra de la Ley de Say correctamente entendida: si producimos menos mercancías (gracias al mayor tiempo libre) será porque demandemos menos mercancías, pero a cambio disfrutaremos de una mayor *oferta* de tiempo libre porque es lo que estaremos demandando. Más discutible resulta, sin embargo, su proposición de que todo incremento de la producción ha de venir necesariamente precedido de un aumento del deseo de consumir con cargo a la renta del período anterior: justamente, el punto demostrado por Say fue que el propio incremento de la producción puede ser la base de esa nueva demanda, sin que ésta quede constreñida a la renta del período anterior; lo cual no quita que, como ya vimos que aceptaba Say, el aumento de los distintos tipos de producción puede ser el inadecuado por no coincidir con los deseos de los consumidores.

Esta polémica continental tuvo sus ecos en territorio inglés. Prácticamente durante esos mismos años, los economistas James Mill y David Ricardo defendieron tesis muy parecidas a las de Say frente al reverendo Thomas Malthus, que mantenía opiniones muy similares a las de Sismondi. James Mill, padre de John Stuart Mill, publicó en 1808 su libro *Commerce Defended*, donde apenas un lustro después de Say anunciaba en paralelo una versión muy similar a su ley de los mercados:

La producción de mercancías es la única y universal causa que crea un mercado para esas mercancías producidas (…) De este modo, resulta que la demanda de una nación siempre es igual a la producción de esa nación. Una proposición que debe ser así, por cuanto, ¿qué es la demanda de una nación? Exactamente su poder adquisitivo. ¿Y de qué depende su poder adquisitivo? De la magnitud de su producción anual. Por tanto, la extensión de su demanda es siempre igual a la extensión de su oferta. Todo artículo producido anualmente en un país se convierte en la renta de otra persona y las personas efectúan sus compras a partir de la renta que acaparan (…) Resulta conveniente, sin embargo, destacar que una nación puede fácilmente producir más de lo necesario de alguna mercancía, pero no puede tener más de todas en general. La cantidad de un bien puede irse de proporción de manera habitual, pero eso mismo implica que alguna otra mercancía no ha sido producida en suficiente cantidad.

De nuevo, conviene matizar, como ya hicimos con Say, que sí es posible un exceso general de producción presente cuando la misma se adquiera con cargo a una producción futura que sobrevenidamente se descubre ficticia (justamente eso es lo que sucederá durante los ciclos económicos que estudiaremos en la lección 8). En una línea parecida se expresó David Ricardo unos años después en sus *Principios de Economía Política y Tributación* (1817):

Todos los hombres producen con la expectativa de consumir o vender y nadie vende sino con la intención de comprar alguna otra mercancía que pueda ser inmediatamente útil o que pueda contribuir a la producción

futura. Al producir, por tanto, toda persona se convierte o bien en un consumidor de sus propios bienes o bien en comprador y consumidor de bienes ajenos (…) La producción siempre se compra con producción o con servicios; el dinero sólo es el medio por el que se realizan los intercambios. Es verdad que puede producirse demasiado de alguna mercancía que genere un excedente invendido en algún mercado y que no permita rentabilizar el capital invertido; pero esto no puede suceder con respecto a todas las mercancías.

Sin embargo, Ricardo sí admitía un caso en el que podía darse una sobreproducción generalizada de mercancías: cuando el capital se reinvirtiera en la acumulación de bienes básicos más allá de las necesidades de los individuos; llegado ese momento, como también indicó Sismondi, "se dejaría de consumir y también de producir". Y, de nuevo, conviene reiterar, como ya hicimos con Sismondi, que la reducción del ritmo de producción no implica contradecir la Ley de Say, pues solo significa que el tiempo de ocio pasa a valorarse más que las mercancías que adicionalmente pueden fabricarse y, por tanto, se reduce la producción y la demanda de las mismas.

Frente a estas apreciaciones de Mill y Ricardo, el reverendo Thomas Malthus publicó en 1820 sus *Principios de Economía Política para su aplicación práctica*, obra donde, algo más de dos décadas después de que expresara en su *Ensayo sobre el principio de la población* (1798) el temor al agotamiento de los recursos naturales como consecuencia del exceso de demanda de una creciente población, mostró su recelo a que las economías modernas cayeran en la miseria por una insuficiente demanda agregada:

No es ni mucho menos cierto que las mercancías siempre se intercambien por mercancías. Una gran parte de las mercancías se intercambia directamente por trabajo o servicios personales; y es evidente que esa masa de mercancías, comparada con el trabajo por el que se ha intercambiado, puede depreciarse como consecuencia de un exceso de producción, tal como sucede con cualquier mercancía individual que se sobreproduce en relación con el trabajo o el dinero (…) Es evidente que sin una cantidad de gasto suficiente que incentiven el comercio, las manufacturas y los servicios personales, los terratenientes no tendrán estímulos suficientes para cultivar sus tierras, por lo que un país como el nuestro, que ha sido rico y populoso, inevitablemente caería en la pobreza y en la despoblación relativa por los hábitos austeros de sus ciudadanos (…) Ninguna nación puede enriquecerse merced a una acumulación de capital que se deba a una reducción permanente del consumo; pues semejante acumulación, al proporcionar más bienes de los que son efectivamente demandados, desvalorizará una parte muy importante del capital acumulado, que perderá su cualidad de riqueza.

Con tal de compatibilizar estas conclusiones con sus teorías sobre la población, Malthus argumentó que un incremento de la población, aunque pueda ser útil para aumentar la demanda, no servirá de nada si los deseos del resto de la población ya han llegado a un punto de saturación y no desean consumir nada más (si no hay nada que producir, la nueva población quedará desempleada). Esto es, la clave de todo el problema es que la gente ya no quiere consumir más bienes, ni básicos ni de lujo, y, como ya sugirió Sismondi, sólo desea

incrementar su tiempo de ocio: “[Say, Mill y Ricardo] asumen que los bienes de lujo siempre son preferidos al tiempo de ocio (…) el efecto de una mayor preferencia por el tiempo de ocio sería evidentemente un caso de insuficiente demanda para explotar toda la capacidad productiva de la economía y una ocasión para despedir a trabajadores”. Obviamente, considerando el tiempo de ocio como un bien, la saturación de la demanda de mercancías corpóreas no supone ni mucho menos una excepción a la Ley de Say, sino una clara ratificación de la misma. De ahí que la acumulación de capital no esté condenada a fracasar sin un paralelo incremento del consumo, como asume Malthus: es posible y rentable acumular más capital para incrementar la productividad del trabajo con el propósito de, manteniendo constante la cesta de mercancías fabricadas, reducir el tiempo medio que cuesta obtenerlas. Es decir, acumular más capital permite incrementar la producción de tiempo de ocio reduciendo el tiempo necesario para mantener constante la cesta consumida. Lo que sucederá en tales casos será, simplemente, que el coste medio de producir mercancías se reducirá debido a la mayor acumulación de capital mientras que el precio de las mercancías no lo hará en mayor proporción debido a que su oferta no incrementará, por lo que los beneficios seguirán refluyendo en cantidad suficiente al capitalista como para rentabilizar su inversión.

Por desgracia, como Ricardo hacía depender los precios de todas las mercancías de, en última instancia, el coste laboral, resultaba inviable concebir, a partir de cierto punto, un incremento de los salarios reales (pagadero no en dinero sino en tiempo libre) que no acarreara una reducción de los beneficios necesarios para que esa inversión se materializara. Como dice Ricardo en sus *Principios* en una máxima que posteriormente se conocerá como “el Efecto Ricardo”, “los beneficios serán altos o bajos según los salarios sean bajos o altos”; por tanto, un incremento permanente del salario real necesariamente llevaba a un hundimiento de los beneficios que los subconsumistas tomaron como disparadero de la depresión. De ahí que la refutación de Malthus por parte de Ricardo no fuera todo lo efectiva que podría haber sido, pues éste tuvo que adoptar hipótesis no necesariamente ciertas una vez se excluye el tiempo libre de la categoría de bien. Como le dijo Ricardo a Malthus en una de sus misivas: “En pocas palabras, considero que los deseos y las necesidades de la humanidad son ilimitados”.

En todo caso, debería quedar claro que la ley de los mercados enunciada por Say, Mill y Ricardo es fundamentalmente cierta siempre que tengamos en cuenta que la oferta de bienes futuros puede convertirse en demanda de bienes presentes (crédito) y que el tiempo libre es también un bien económico cuya provisión es deseada por el ser humano. Con estas dos cualificaciones, el pesimismo de Sismondi y Malthus, y obviamente el de los pensadores mercantilistas, resulta absolutamente infundado. Ni hace falta incrementar la circulación monetaria para estimular una mayor demanda agregada, ni las economías capitalistas tenderán a ver limitada su acumulación de riqueza por una insuficiencia de gasto. De hecho, lo único que necesita cualquier sistema económico para funcionar con fluidez es alinear correctamente la producción con las necesidades, presentes y futuras, de los individuos: en tal caso, la demanda (la distribución final de los bienes) quedará determinada por la propia oferta producida.

Pero no fue ni Sismondi ni Malthus quien adquirieron una relevancia e influencia universal a cuenta de sus teorías subconsumistas, sino un economista del que luego tendremos más que decir: Karl Marx en su obra *El Capital* (escrita en tres tomos publicados entre 1867 y 1894). Marx pensaba que la dinámica propia del capitalismo era la de reinvertir continuamente el capital que los capitalistas obtenían merced a los beneficios derivados de explotar a los trabajadores. El problema, como luego tendremos más ocasión de desarrollar, es que Marx considera que sólo el trabajo y no el capital generaba valor, de modo que cuanto más capital se acumulara, más se reduciría el peso del trabajo generador de valor dentro de la masa total de capitales y, por tanto, menor será la rentabilidad de ese capital: es lo que se conoció como

ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. La contrapartida que esta sobreinversión en capital tendrá sobre el mercado de bienes y servicios será un exceso de producción de mercancías que no podrá ser adquirido por una masa de proletarios insuficientemente remunerados:

Una crisis sólo puede ser el resultado de una producción desproporcionada en las diversas etapas de la economía, consecuencia a su vez de una desproporción entre el consumo del capital y su acumulación. Tal como son las cosas, la renovación del capital invertido depende del poder de consumo de las clases no trabajadoras, pues el poder de consumir de los trabajadores se halla limitado en parte por la ley de los salarios, en parte por el hecho de que sólo son contratados si pueden ser empleados rentablemente por la clase capitalista. La razón última de todas las crisis siempre la encontramos en la pobreza y el consumo restringido de las masas frente a la dinámica de la producción capitalista conducente a desarrollar las fuerzas productivas como si el único límite cupiese encontrarlo en el poder de consumo global de la sociedad.

Si, por el contrario, el conjunto de los trabajadores controlaran los medios de producción, la acumulación de capital se detendría justo en el momento en el que ya no necesitaran más mercancías y optaran por reducir su carga de trabajo.

Es decir, estamos ante una teoría marcadamente subconsumista, por mucho que diversos marxistas posteriores hayan querido renegar del término. Acaso sólo quepa matizar la posición subconsumista de Marx señalando que él la observaba como una problemática estructural del sistema de organización capitalista –la tendencia decreciente de la tasa de ganancia– que no cabía solventar dentro del mismo subiendo los salarios de los trabajadores y procediendo a una más amplia redistribución de la renta (pues esto sólo ralentizará una dinámica imparable propia del sistema capitalista): la única solución era abandonar y remplazar el capitalismo. Salvo por eso y porque Sismondi contemplaba la posibilidad de que el sobreconsumismo también arruinara a la economía, la teoría marxista de las crisis es claramente un (mal) calco de la de Sismondi; de hecho, el propio Marx en su *Teorías del plusvalor* (escrito en 1863) alababa la teoría de las crisis de Sismondi con la única crítica de que seguía sometido al marco conceptual capitalista: "Sismondi es un profundo conocedor de las contradicciones de la producción capitalista (…) En particular, es consciente de esta fundamental contradicción: por un lado, el incremento ilimitado de las fuerzas productivas y de la riqueza que toman la forma de mercancías que deben convertirse en efectivo; por otro, el sistema se basa en el hecho de que a las masas de productores [trabajadores] se les restringe el consumo a lo necesario (…) Sin embargo, en su argumento subyace la intuición de que las nuevas formas de apropiación de riqueza deben ajustarse a las fuerzas productivas y a las condiciones sociales de producción de riqueza que han sido desarrolladas en una sociedad capitalista". Al fin y al cabo, Sismondi se ponía el énfasis –excesivo y casi siempre erróneo pero en todo caso de interés– en los problemas de coordinación entre la capacidad productiva y la renta distribuida en el período anterior, sin descartar la posibilidad de que se produjera una correcta coordinación; Marx, en cambio, vaticinaba un subconsumismo estructural e irresoluble, fruto de su desconocimiento sobre los mecanismos de coordinación entre las decisiones de inversión de los capitalistas y las decisiones de consumo de los consumidores (que estudiaremos con más detalle en la lección 7).

Para terminar esta breve exposición de las teorías subconsumistas que siguieron a la economía clásica, debemos hacer mención a un autor ligeramente posterior a Marx, cuyo nombre no ha quedado para la posteridad pero cuyas teorías subconsumistas sí lo hicieron o, mejor dicho, el modo de presentarlas y comercializarlas sí lo hizo. Nos referimos, a John M. Robertson, quien en su libro *La falacia del ahorro* (1892) expuso con bastante precisión lo que en el futuro se conocería como la "paradoja del ahorro".

De entrada, Robertson denuncia la falacia del ahorro consistente en "la reciente enseñanza, explícita o implícita, de que la frugalidad de todos los ciudadanos es el camino más seguro hacia la prosperidad, no sólo del ahorrador individual, pero de toda la comunidad a la que pertenece". En su opinión, el ahorro de una parte de la renta no se traduce en un incremento de la dotación de riqueza y de capital productivo de la sociedad, por cuanto para ello deberían existir oportunidades de inversión que, no obstante, irán desapareciendo por la propia restricción del consumo necesaria para aumentar el ahorro; si los beneficios de la industria dependen del consumo y el consumo cae, la rentabilidad de la industria también lo hará. Así, el ahorro de las masas no se traducirá en un incremento de la capacidad productiva del sistema económico, sino sólo en un atesoramiento de dinero en el banco que éste no podrá prestar a nadie por falta de oportunidades de inversión: "Adam Smith asumía que siempre habría oportunidades rentables de inversión para los productores, pero como esto no puede ser así, el dinero depositado en el banco no se va a prestar. Para que hubiera oportunidades de inversión dirigidas a incrementar la producción debería darse alguna de estas dos condiciones: o a) una población estacionaria o cuasi-estacionaria que incremente crecientemente su consumo, o b) una población en constante y rápido crecimiento que aumente la demanda [total] de bienes básicos".

Si hasta la fecha había sido posible que la clase capitalista ahorrara sin que con ello se paralizara el crecimiento económico, ello se debía a que la clase trabajadora seguía incrementando su consumo; pero lo que Robertson ve imposible es que todos los agentes, capitalistas y trabajadores, incrementen su ahorro reduciendo su consumo. En unas líneas muy sismondianas expuso: "En tanto quienes gastan tienden a mantener la industria en funcionamiento y en tanto quienes ahorran la paralizan por reducir su consumo y su demanda, los despilfarradores se han estado sacrificando (sin saberlo, claro) en beneficio de los austeros (…) Dado que los despilfarradores facilitan la acumulación de los ahorradores, la clase pobre, trabajadora pero poco austera, ha estado contribuyendo a la prosperidad general tanto como ha podido, mientras que los afortunados ahorradores han hecho lo contrario: en pocas palabras, los ahorradores han estado viviendo a costa de los gastadores". Y es justamente aquí, en medio de esas dos citas, cuando Robertson expone la famosa "paradoja del ahorro": "En caso de que toda la población se hubiese dispuesto a ahorrar, los ahorros totales probablemente se hubiesen reducido, por cuanto, ceteris paribus, habríamos entrado en una parálisis industrial, los beneficios se habrían hundido, los intereses caerían y los ingresos serían más y más precarios. Esto, como ya hemos comprobado en los capítulos anteriores, no es ninguna paradoja irrelevante, sino la más rigurosa de las verdades económicas". Dicho en otras palabras, la paradoja del ahorro sostiene, por un lado, que el ahorro puede parecer individualmente virtuoso, pero es socialmente negativo; y, por otro, que el intento general de incrementar el ahorro terminará reduciendo su volumen total.

Robertson era tan pesimista a propósito de la generalización de la falacia sobre las bondades del ahorro que creía que las sociedades de su tiempo (finales del s. XIX) estaban condenadas al desempleo generalizado: "El resultado será que enviaremos a miles de personas al desempleo debido a la parquedad del consumo de unos ahorradores privados de inversiones, a menos que sigamos uno de estos dos cursos de acción: o a) abandonamos entre todos el principio de las bondades del ahorro, de manera que la mayoría pasemos a demandar bienes

de alto standing o servicios que sean provistos por aquellos que antes proporcionaban bienes de alto standing u otros servicios a los ahorradores, o b) el Estado o los ayuntamientos se disponen a financiar importantes programas de empleo público (como reconstrucciones de ciudades, viviendas para los trabajadores y amplios alcantarillados) que den extensamente empleo y formación a los trabajadores inexpertos". Esta última idea, la de los planes de estímulo basados en programa de empleo estatal, resurgirá en numerosas ocasiones a lo largo del s. XIX.

Vemos que tanto Sismondi, como Marx, como Robertson, lejos de creer como los mercantilistas que la demanda agregada sería insuficiente debido a la carestía de dinero, atribuyen la merma de la demanda agregada a la progresiva acumulación de riqueza en unas clases opulentas que tienden a consumir demasiado poco como para rentabilizar toda la inversión que sería necesaria con tal de emplear a la totalidad de los trabajadores. Por consiguiente, los sistemas capitalistas tenderán a producir más de lo que será consumido –la oferta será superior a la demanda, es decir, todos ellos rechazan la Ley de Say– y ello les abocará a la pauperización. En la lección novena comprobaremos que muchas de esas ideas fueron renovadas y refundidas con las del mercantilismo por John Maynard Keynes (en particular, el temor a que no hubiese oportunidades de inversión suficientes para emplear a todos los factores productivos).

En realidad, todos los errores del subconsumismo podrían haberse solventado en caso de haber leído o entendido el desarrollo y la extensión de la Ley de Say que realizó John Stuart Mill en lo que él mismo denominó "las cuatro proposiciones básicas sobre el capital", recogidas en su libro *Principios de Economía Política* (1848). Estas cuatro proposiciones son:

1. La industria se halla limitada por la disponibilidad de capital: Según Mill, los límites del funcionamiento y del crecimiento de la industria de un país están establecidos por la disponibilidad de capital. En momentos concretos, como cuando haya que reajustar la organización industrial, parte de la misma puede hallarse subutilizada, pero en cualquier caso la frontera de su desarrolla la marca la abundancia de capital. De ahí que la única manera de incrementar la producción de un país sea incrementar el capital, sin que existan límites a los proyectos empresarialmente rentables: "La porción del capital destinada a mantener a los empleados puede incrementarse indefinidamente, sin que sea imposible encontrarles a todos ellos empleo; en otras palabras, mientras halla seres humanos capaces de trabajar y comida para alimentarles, siempre podrían ser empleados en producir algún bien.
2. Todo el capital nace del ahorro: La única manera de mantener e incrementar el capital –y por tanto la industria– es mediante el aumento absoluto de la cantidad de ahorro, lo que no necesariamente implica una reducción absoluta del consumo si, en paralelo, la producción se incrementa: "Consumir menos de lo producido es ahorrar; y este proceso es el que hace aumentar el capital, pero no necesariamente por la vía de consumir menos en términos absolutos (…), [ya que podemos] producir más". Acaso quepa recriminarle a Mill el insuficiente énfasis que colocó dentro de esta rúbrica en las enormes complejidades que acarrea el proceso de acumulación sana del capital: no se trata sólo de ahorrar por ahorrar, sino que el ahorrador debe inmovilizar ese capital haciendo uso de su ingenio empresarial para descubrir qué proyectos son económicamente viables en un mundo de enorme e inerradicable incertidumbre. Una característica esencial del proceso de inversión que, dicho sea de paso, no se le había pasado por alto a Cantillon, padre de la palabra *empresario*. Tal como expresa reiteradamente en su libro el economista irlando-francés: "Muchas gentes en la ciudad se convierten en comerciantes o empresarios, comprando los productos del campo a

quienes los traen a ella, o bien trayéndolos por su cuenta: pagan así un precio cierto, según el del lugar donde los compran, revendiéndolos al por mayor, o al menudeo, a un precio incierto (…) los empresarios viven, por decirlo así, de ingresos inciertos, y todos los demás cuentan con ingresos ciertos durante el tiempo que de ellos gozan (…) Los empresarios, ya se establezcan con un capital para desenvolver su empresa, o bien sean empresarios de su propio trabajo, sin fondos de ninguna clase, pueden considerarse que viven en la incertidumbre". En la lección 7 veremos que la incertidumbre constituye un elemento central en la configuración de las estructuras de capital, algo que Mill enfatizó demasiado poco y que Marx prácticamente daba por automatizado en el proceso agregado de acumulación del capital.

3. Todo el capital, aun cuando sea el resultado del ahorro, es consumido: Según Mill, que el capital nazca del ahorro sólo significa que no será inmediatamente consumido por el ahorrador, pero sí lo será por terceras personas. El capital, al ser invertido en la industria, se transformará en salarios y otras rentas que irán a parar a factores productivos, quienes lo consumirán. Mill, de hecho, se queja de los economistas vulgares que confunden ahorro con atesoramiento: "Para el economista vulgar, lo que se ahorra no se consume; en su opinión, todo el mundo que ahorra está atesorando". Esta tercera proposición sobre el capital de Mill es la única que debemos, no ya complementar como la anterior, sino corregir de manera apreciable, pues aunque en muchos casos sea cierta (de hecho, todo el consumo masivo actual se financia enteramente del ahorro ajeno), puede haber otros en los que el capital no sea consumido sino ahorrado y reinvertido. Ésta es precisamente la mayor crítica que Robertson dirigía contra Mill: si estamos diciendo que el ahorro generalizado es positivo para las sociedades, ¿cómo podemos sostener a renglón seguido que lo normal es que todo ese ahorro sea consumido? ¿Qué sucedería entonces si los trabajadores que reciben sus salarios desean ahorrar en lugar de consumir? Y, verdaderamente, puede haber capitales invertidos que no se traduzcan en consumo, sino en nuevo ahorro e inversión: si los trabajadores restringen su consumo y comienzan a invertirlo en bienes de capital, lo que se estarán alimentando será la demanda de bienes de inversión, no de consumo. Pero esto, lejos de ser problemático, es una bendición para la capitalización de la economía, ya que permite dedicar mucho más tiempos y recursos a fabricar bienes que incrementarán nuestra productividad futura. En el extremo y forzando los términos, podríamos concebir una sociedad que no consumiera nada y que invirtiera todo su capital y todos sus recursos con tal de aumentar su capacidad futura de producción: todos los factores productivos se trasladarían desde las industrias de bienes de consumo a las de bienes de capital. Por supuesto, para que ello fuera así, los agentes económicos deberían desear volver a consumir en algún momento futuro (justo el momento en que las nuevas inversiones proporcionen los bienes de consumo), pero es que si ese deseo no subsistiera (si ningún agente económico quisiera consumir ni en el presente ni en el futuro) lo lógico sería disolver la división del trabajo: si no se desea consumir en ningún momento ningún bien, carece de sentido producir nada.
4. La demanda de mercancías no constituye la fuente de la demanda de trabajadores: La cuarta de las proposiciones fundamentales sobre el capital sea quizá la más complicada de entender y la más importante de visualizar. El economista austriaco Friedrich Hayek, de quien hablaremos más extensamente en la lección 7, llegó a decir en su libro *La teoría pura del capital* (1941) que "ahora más que nunca, la completa comprensión de que 'la demanda de mercancías no constituye la fuente de la demanda de trabajadores' –así como de sus limitaciones– es el mejor test para discernir quién es un economista". Con esta proposición, Mill quiere desmontar que exista una relación directa entre gasto en consumo y empleo; en su opinión, lo que permite financiar el nivel de empleo es el capital de que dispongan los empresarios para

adelantar los salarios a sus trabajadores y ese capital se nutre del ahorro, esto es, del no-consumo: "Lo que sostiene y da empleo al trabajo productivo es el capital invertido en ponerlo a trabajar, y no la demanda que efectuarán los consumidores de su producción una vez terminada". El capitalista, cuando contrata a los trabajadores, lo hace de cara al futuro: dado que tardarán tiempo en rentabilizar su inversión inicial a través de su producción futura, no es el gasto en consumo de un producto que todavía no existe lo que permite incrementar la escala de las contrataciones, sino la mayor disponibilidad de capital. Un aumento del consumo, en tanto reduce el capital disponible, puede, en consecuencia, reducir el nivel de empleo o, al menos, su remuneración. El consumo futuro esperado sólo sirve para orientar a los capitalistas acerca de qué bienes específicos deben producir mediante la inversión de su capital, pero no es la fuente que mantiene y remunera los salarios.

Estas cuatro fundamentales proposiciones sobre el capital permiten refutar por completo los temores de los subconsumistas: un mayor ahorro presente permite una mayor producción futura de bienes de consumo. Si los agentes no desean mayor producción de bienes corpóreos, la inversión se orientará a reducir el tiempo medio necesario para fabricar la cesta actual de la compra, permitiendo un mayor tiempo de ocio; si, en cambio, los agentes sí desean muchos más bienes de consumo (como obviamente sucedía en los tiempos de Sismondi, Marx o Robertson), esa mayor producción fruto de la mayor inversión actual se los proporcionará sin necesidad de que incrementen la porción de su renta destinada al consumo futuro (o incluso reduciéndola), pues esa mayor producción puede comercializarse en forma de precios más bajos que, en cualquier caso, la sigue haciendo rentable (ya que otra parte de la inversión puede haberse destinado a reducir los costes medios). El problema fundamental de los sistemas económicos no es estabilizar o incrementar el gasto en consumo, sino escoger aquellos proyectos empresariales que proporcionen los bienes de consumo deseados en el momento deseado; si ello sucede, no habrá subconsumo; si ello no sucede, lo habrá (será el reflejo de que los agentes no quieren los bienes específicos que los empresarios les ofrecen) a menos que se obligue políticamente a consumirlos (como en parte proponía Robertson con sus programas públicos de empleo).

Ciertamente, una adecuada comprensión de la Ley de Say y de su ulterior desarrollo mediante las cuatro proposiciones fundamentales del capital permitía desechar los temores subconsumistas, pero ello no impidió que siguieran creciendo y alimentándose hasta refugiarse en las teorías más complejas y aparentemente refinadas de John Maynard Keynes, a quien estudiaremos en la lección novena.

Los errores mercantilistas sobre los tipos de interés

El otro de los grandes beneficios que el mercantilismo atribuía al aumento interno de los medios de pago era el de reducir los tipos de interés. Como ya vimos, tal conclusión derivaba lógicamente de considerar que los tipos de interés eran un fenómeno puramente monetario, idea que de hecho se mantenía desde la Escolástica. No fue hasta la llegada de Anne Robert Jacques Turgot cuando la auténtica naturaleza del tipo de interés comenzó a clarificarse.

Así, en su libro *Reflexiones sobre la formación y distribución de riqueza* (1766), Turgot explica que las personas frugales tienden a consumir una parte inferior de sus ingresos anuales, amasando así un *capital*: "Todo aquel que, gracias a la renta de su tierra, o al sueldo de su trabajo o industria, recibe cada año más valor del que necesita gastar, es capaz de apartar este excedente y acumularlo: y la acumulación de estos valores es lo que llamamos capital". El capitalista puede optar o por atesorar ese capital en forma de dinero (con todos los inconvenientes que ello acarrea: "si los peligros que temía se desatan, y en su pobreza se ve

forzado a vivir cada año de su tesoro, o si lega su capital a un heredero pródigo, su tesoro pronto se extinguiría, perdiéndose todo el capital") o por invertirlo en algún activo que proporcione rentas: tierra ("en primera instancia, el dueño de capital puede usarlo para adquirir tierras") , en empresas industriales ("será uno de los dueños del capital quien los emplee en parte para los pagos adelantados en la construcción del establecimiento, la compra de los materiales o el pago diario de salarios a los trabajadores. Será él quien esperará a la venta [del producto] para recuperar no sólo sus adelantos, sino también un beneficio suficiente que le compense por haber renunciado a su dinero"), empresas agrícolas ("son los propietarios del capital quienes arriendan la tierra y pagan a los terratenientes elevadas rentas para volver sus empresarias agrarias productivas") y compañías comerciales ("dado que el comercio es necesario y dado que no es posible desarrollar actividades comerciales sin adelantos de dinero, aquí encontramos otro método donde utilizar el capital").

El capital, por consiguiente, es un elemento indispensable para desarrollar cualquier actividad económica (agrícola, industrial o comercial), de modo que quienes poseen buenas ideas pero carecen de capital estarán dispuestos a compartir una parte de sus ganancias con quienes se lo proporcionen: "El dinero es el medio principal para crear dinero, de modo que aquellos que disponen de fuerzas y pasión por trabajar pero carecen de capitales suficientes como para montar la empresa que desean, no tendrán problema alguno en renunciar a una parte de sus ganancias en favor de quienes les proporcionen el capital". Nótese como Turgot le da completamente la vuelta a la máxima aristotélica de *pecunia non parit pecuniam* al afirmar que "el dinero es el medio principal para crear dinero"; pero, una vez admitido esto, la conclusión natural es admitir que existe otro uso igualmente legítimo del capital: prestarlo a todos aquellos que quieran invertirlo de alguna de las otras cuatro formas anteriores. "El dinero considerado como una sustancia física, como una masa de metal, no produce nada, pero el dinero empleado en efectuar adelantos a las empresas agrícolas, manufactureras o comerciales sí proporciona un claro beneficio (…); la persona que presta su dinero, por tanto, no renuncia a una posesión estéril de dinero, sino que le priva del beneficio que podría haber obtenido, siendo el interés una indemnización que no puede verse como injusta". Turgot rechaza especialmente que el contrato a interés pueda ser considerado como injusto en tanto es voluntario y beneficia a ambas partes: "El préstamo es un contrato recíproco y libre que se suscribe porque beneficia a ambas partes. Es evidente que no sólo el prestamista encuentra ventajoso alquilar su dinero, sino que el prestatario no está menos interesado en obtener el dinero que necesita, pues es él quien decide pedir prestado y pagar algo por el alquiler del dinero. ¿En qué sentido puede calificarse de criminal un contrato ventajoso para ambas partes y que no daña a nadie más?".

Para Turgot el objeto del contrato de préstamo no es tanto una transferencia de dinero, sino del poder de disposición de un capital durante un determinado período de tiempo: "En el mercado, una cantidad de trigo es equivalente a un determinado peso de plata, lo que viene a expresar la cantidad de plata que puede adquirirse con esa mercancía (…) En el préstamo a interés, el objeto de valoración es el uso de una determinada cantidad de valor durante un cierto período de tiempo". Precisamente por ello, el tipo de interés dependerá de la oferta y de la demanda de capitales, esto es, de la oferta y demanda de una riqueza transferible que no necesariamente adopta la forma de dinero: "El precio del interés depende directamente de la relación entre la demanda de los prestatarios y la oferta de los prestamistas, y esa relación depende en esencia de la cantidad de riqueza transferible que se haya acumulado a través del ahorro de los ingresos y de la producción anual, ya adopten estos capitales la forma de dinero o de cualquier otro bien que tenga valor en el comercio". De hecho, el dinero puede ser muy abundante y los tipos de interés pueden ser muy altos: "El dinero puede ser muy abundante en el comercio ordinario y poseer tan poco valor que es capaz de adquirir muy pocas mercancías, pero el tipo de interés puede ser al mismo tiempo muy alto".

En suma, la explicación fundamental que ofrece Turgot sobre el tipo de interés es que se trata de una remuneración por la disposición temporal del capital ajeno; capital que no es más que el reflejo del exceso de valor que un agente económico ha aportado al mercado por encima del que ha retirado del mismo (ahorro) y que permite generar riqueza adicional. La teoría de Turgot dista de ser completa y perfecta, pero se acerca mucho a la realidad. Su gran defecto es que, hasta cierto punto, cae en un razonamiento circular: según el francés, es legítimo cobrar intereses del préstamo en el mismo sentido en que lo es utilizar el capital para adquirir una tierra que proporcionará una renta futura. Pero la cuestión sigue siendo: ¿cómo es posible que una tierra –o cualquier otro activo– proporcione una renta sobre su precio de adquisición? Es decir, si esperamos que un activo genere una renta de 1.000 onzas de oro durante 10 años, ¿cómo es posible que seamos capaces de adquirir ese activo por menos de 10.000 onzas? ¿Qué hay en la capitalización de las rentas futuras que lleva a que su valor presente sea inferior al agregado de sus rentas futuras? Turgot simplemente asume que los activos proporcionan renta sobre su precio de adquisición, pero no explica por qué, y ese es justamente el gran reto que plantea la teoría del interés.

En este sentido, el economista escocés John Rae dio algo más de medio siglo después de Turgot con una respuesta casi exacta al afirmar en sus *Statements of Some New Principles on the Subject of Political Economy*(1834) que:

La creación de todo instrumento [de todo activo] implica el sacrifico de una cantidad más pequeña de bienes presente para producir una mayor cantidad de bienes futuros. Si se considera que para producir esa mayor cantidad de bienes futuros merece la pena sacrificar la menor cantidad de bienes presentes, el instrumento se creará y, si no, no. (…) El deseo de sacrificar una cierta cantidad de bienes presentes para una mayor cantidad de bienes futuros puede denominarse deseo efectivo de acumulación, y todos los bienes en mayor o menor medida lo poseen.

El problema residía en que, en principio, ese deseo efectivo de acumulación no parecía tener demasiado sentido para el ser humano ya que "un bien futuro, cuando se lo compara con un bien presente, es excesivamente incierto en el momento de su llegada y probablemente inferior en la cantidad de disfrute que proporciona". El escocés sostuvo que, no obstante lo anterior, ese deseo efectivo de acumulación se veía alimentado por el sentimiento de benevolencia hacia el progreso del género humano, los hábitos de austeridad y la estabilidad social, pero se veía debilitado por los deseos de gratificación individual, los impulsos irreflexivos hacia el placer inmediato y la inestabilidad social.

Rae, por consiguiente, traza ya una teoría muy avanzada del tipo de interés para su tiempo, haciéndolo depender acertadamente de sus dos elementos constituyentes –la impaciencia y la aversión al riesgo– e incluso razonando con bastante corrección sobre qué circunstancias influían positiva y negativamente sobre esos dos elementos constituyentes. La teoría de Rae, expresada en unas pocas páginas a lo largo de toda su obra, no será superada hasta que, unas décadas más tarde, lleguen Eugen Böhm-Bawerk e Irving Fisher. De hecho, Fisher dedicó su libro *La teoría del interés* (1930) a Böhm-Bawerk y a Rae, afirmando en él que "siempre he sido de la opinión que John Rae se acercó más que ninguno de sus antecesores a comprender todos los elementos que rodean a la problemática del interés".

Pero que, como Turgot y Rae nos mostraran, el interés no dependiera de la abundancia de dinero sino de la abundancia relativa de capital –determinada a su vez por la impaciencia y la aversión al riesgo– no significa que las fluctuaciones en la cantidad de dinero no puedan

influir a corto plazo sobre el tipo de interés del dinero. Turgot (tampoco Rae) no reflexionó sobre tal posibilidad, acaso por interesarle más descubrir cuál era la naturaleza última del interés que reflexionar sobre su determinación como precio de mercado, y Rae simplemente centró escasa atención dentro de su obra al asunto del interés, de modo que no iba a desarrollar cuáles eran las influencias monetarias sobre el mismo. Pero lo cierto es que ese hueco teórico dejaba un enorme flanco al descubierto para que el mercantilismo volviera al ataque: si el tipo de interés depende del capital pero puede verse influido a corto plazo por los cambios en la oferta dinero, todavía puede haber margen para, aunque sea a corto plazo, rebajar el tipo de interés del dinero. Sin embargo, como ya sabemos, el gran Richard Cantillon había publicado su afamado libro diez años antes que Turgot y en él no sólo reflexionaba, como ya hemos tenido ocasión de constatar, sobre la naturaleza y efectos de la circulación monetaria, sino también sobre los tipos de interés. Y, como en los casos anteriores, el análisis de Cantillon resulta extremadamente atinado: lejos de limitarse a plantear la relación simplista de que una mayor cantidad de dinero tiende a reducir los tipos de interés, el irlando-francés distinguió dos escenarios, derivados a su vez de los dos Efectos Cantillon antes descritos: a saber, que el aumento del dinero alimente el ahorro y la inversión o, por el contrario, financie un incremento del gasto en consumo.

En el primer caso, "si la abundancia de dinero en el Estado viene a través de gentes que lo prestan, disminuirá sin duda el interés corriente, conforme aumenta el número de prestamistas". Es decir, si el aumento de la oferta monetaria se filtra por el mercado crediticio, la mayor oferta de capitales prestables tenderá, a corto plazo, a reducir el tipo de interés. Ahora bien –y esto es lo interesante por cuanto ha sido escasamente considerado por la literatura económica anterior y posterior– si la mayor oferta de dinero se filtra "por mediación de personas que lo gastan, tendrá el efecto inverso y elevará el tipo de interés aumentando el número de empresarios que encontrarán trabajo como consecuencia de este aumento de los gastos, viéndose obligados a tomar dinero a préstamo para equipar su industria".

Lo que Cantillon en última instancia está subrayando es que el aumento de la oferta de dinero puede afectar inicialmente o al tipo de interés del mercado crediticio (mediante una mayor oferta de capitales prestables) o a la tasa de rentabilidad de las empresas (mediante un mayor gasto en los productos que venden) y que, en el segundo caso, la mayor rentabilidad empresarial fomentará un mayor apalancamiento de las compañías que, al traducirse en una mayor demanda de crédito, elevará los tipos de interés.

En principio, pues, tenemos dos tipos de Efectos Cantillon: aquel cuyo origen se sitúa en los consumidores (incluyendo el gasto público estatal) y que genera un alza de precios, una elevación de los tipos de interés y un déficit exterior, y aquel otro cuyo origen se ubica en los inversores y que se plasma en tipos de interés más bajos, aumento de la producción y superávit comercial durante un prolongado período de tiempo. En realidad, el asunto es algo más complejo como tendremos ocasión de tratar en la lección 7, pues un aumento del gasto de los inversores en bienes de capital puede dar lugar a un incremento en la tasa de rentabilidad de las industrias que fabriquen esos bienes de capital, disparando su demanda de crédito y por tanto los tipos de interés; asimismo, una reducción del tipo de interés, en tanto favorece una mayor inversión, terminará traduciéndose en un aumento del gasto que incrementará la demanda a crédito y, por ende, los tipos de interés hasta un nivel incluso superior al inicial. Pero, sobre todo, el asunto que Cantillon sólo trata muy parcialmente es cuán sostenibles son estos procesos de manipulación monetaria de los tipos de interés y, en su caso, qué distorsiones concretas aparecen dentro del sistema económico hasta el punto de terminar abocándolo a la insostenibilidad. Cuestiones que deberemos esperar hasta la lección 8 –más de 150 años después de Cantillon– a que sean respondidas.

En todo caso, a pesar de la incompletitud del modelo teórico sobre los tipos de interés que conjuntamente proporcionaban Turgot, Rae y Cantillon, lo cierto es que a a comienzos del s. XIX ya se contaba con una comprensión bastante acercada de los tipos de interés: son una remuneración por el uso del tiempo y del riesgo, y se determinan a partir de la oferta y demanda de capitales prestables aunque se vean distorsionados a corto plazo por las fluctuaciones de la oferta monetaria. Sin embargo, ni las concepciones mercantilistas e inflacionistas terminaron de desaparecer por entero ni la teoría se inmunizó frente a nuevos y, si cabe, más profundos errores.

Un ejemplo del resurgimiento del pensamiento mercantilista en materia de intereses podemos encontrarlo en el célebre debate de catorce misivas entre los franceses Pierre-Joseph Proudhon y Frédéric Bastiat a cuenta de la gratuidad del crédito (1849-1850). Proudhon concebía los medios de pago como un factor productivo más: "denomino capital a todo valor constituido en tierra, maquinaria, mercancías, provisiones o en dinero, y que es capaz de asistir a la producción". Como ya analizaremos con Menger en la lección 5, ésta no es ni mucho menos una mala definición de capital, pero Proudhon incurría en dos errores: uno, pensar que cualquier incremento de cualquier bien de capital (también del dinero) permite incrementar la producción de bienes de consumo con independencia de lo que les suceda al resto; dos, confundir un incremento del crédito con un aumento del capital de una economía, cuando un aumento del crédito es tanto un aumento de los activos (crédito) como de los pasivos (deuda). De ahí que Proudhon llegara a conclusiones similares a las de John Law y todos los demás mercantilistas defensores del crédito artificialmente barato –por conversión de bienes futuros en medios de cambio actuales– y que décadas después recogería y asumiría como propias John Maynard Keynes. Afirma Proudhon:

Imaginemos que, gracias a la recaudación fiscal, creamos un banco que compita con el mal llamado Banco de Francia y que se dedique a descontar papel comercial y dar crédito hipotecario a un tipo de interés del 1,5% o del 1%. Es evidente que, en primer lugar, el tipo de descuento del papel comercial, el tipo hipotecario, los dividendos sobre el capital, etc. caerían hasta el 1,5%, por cuanto la tesorería que guardara la gente se volvería absolutamente estéril: el interés se desplomaría a cero y el crédito sería gratuito. Si el crédito comercial y el hipotecario –en otras palabras, el capital en forma de dinero, cuyo único propósito es el de circular– fuera gratuito, el capital en forma de viviendas pronto lo sería también, de hecho las casas dejarían de ser capital y pasarían a ser mercancías, con precios fijados en el mercado como en el caso del queso o el del brandy, y alquiladas o vendidas (términos que vendrían a ser sinónimos) a su coste. Si las casas, como el dinero, fueran gratuitas (es decir, si su uso se pagara a modo de intercambio y no de préstamo) la tierra tampoco tardaría mucho en serlo; por tanto, la renta del campo, en lugar de pagarse a los terratenientes que no trabajan en el campo, se convertiría en una simple compensación por la diferencia de calidad entre suelos; o mejor, dejarían de existir terratenientes y arrendados, sólo habría granjeros y viñateros, como sólo hay ebanistas y maquinistas.

Bastiat, por el contrario, concebía el capital como aquel conjunto de factores productivos que había creado el factor trabajo mediante el ahorro de sus rentas, de modo que la supresión del interés sólo provocaría que se dejara de acumular capital: "Aquel que presta una casa, un saco

de trigo, un cepillo de carpintero, una pieza de dinero o un banco –en una palabra, un activo– durante un determinado período de tiempo está proporcionando un servicio. Él debería recibir, además de la restitución del activo una vez haya expirado el prestado, un servicio equivalente (…) Ese algo que debe recibir yo lo llamo interés".

El problema de la caracterización de Bastiat, y de tantas otras que, como la de Turgot, definen el interés a modo de renta o fruto del capital, es que no pueden explicar por qué el valor del capital es inferior a la suma de todas sus rentas futuras, es decir, por qué el valor del capital es siempre un valor descontado de las rentas futuras que se espera que perciba (descuento que, justamente, es el interés que deseamos explicar). Pero además en el caso de Bastiat existe un problema añadido: la estrecha dependencia que establece entre interés y trabajo. De hecho, en una de una de las cartas entre Bastiat y Proudhon el primero le espeta al segundo: "Todo el capital (en cualquier forma que adopte: cultivos, herramientas, maquinaria, viviendas…) es el resultado del trabajo previo y se dedica a incrementar el poder del trabajo subsiguiente (…) Todo nuestro debate se reduce a esto: ¿ha llegado ya el día, o llegará alguna vez, en que el capital pueda crearse espontáneamente sin la ayuda del esfuerzo humano?". Semejante punto de Bastiat es extremadamente débil, pues puede existir mucho capital (las relaciones de confianza, la calidad de una tierra de cultivo, la producción de una máquina automatizada, etc.) que ni son el resultado del trabajo humano ni, mucho menos, tienen un valor que dependa remotamente del trabajo empleado.

Sin embargo, la mistificación del factor trabajo como creador del valor (es decir, la llamada teoría del valor-trabajo) fue un error muy extendido entre todos los pensadores postmercantilistas como consecuencia del error cometido por Adam Smith en *La riqueza de las naciones* de vincular el valor al trabajo ("el valor de cualquier mercancía para la persona que la posee y que no desea consumirla sino intercambiarla por otras mercancías es igual a la cantidad de trabajo que le permite adquirir. El trabajo, por tanto, es la medida real del valor de cambio de todas las mercancías") en lugar de a la utilidad marginal de cada bien (como estudiaremos en la lección 5). Curiosamente, los pensadores pre-smithianos (muy en particular la Escolástica) o post-smithianos pero no influidos por Smith (por ejemplo, los economistas alemanes de la Gebrauchtwertschule, que recibieron muy tardíamente de *La Riqueza de las Naciones*) tenían bastante claro que el valor dependía no del trabajo, sino de la utilidad de los bienes. En cualquier caso, este error contaminó a la economía clásica inglesa y francesa, y provocó errores de muchísimo más calado que el de oscurecer la teoría del interés de Bastiat. Más en concreto, proporcionó alas a toda una doctrina del interés fundamentada en la presunta explotación capitalista del valor-trabajo creado por los proletarios, es decir, dio alas a la teoría marxista.

Como ya explicamos en el epígrafe anterior, Marx publicó sus tres tomos de *El Capital* entre 1867 y 1894. El objetivo global de esta obra era demostrar que si los capitalistas obtenían un rendimiento sobre el capital que invertían era porque se estaban apropiando de parte de un trabajo (el de los obreros) que no les pertenecía. Para probar esta hipótesis, Marx asumía, siguiendo a Smith, que el valor de cambio de las mercancías (lo que hoy en día llamaríamos precio, si bien Marx distinguía entre ambos conceptos) venía regulado exclusivamente por el tiempo de trabajo socialmente necesario que cuesta fabricar cada mercancía: en todo intercambio, pues, hay un trueque igualitario de valores de cambio, nadie da más valor de cambio del que recibe. Siendo ello así, lo que se planteaba Marx era cómo resultaba posible que el capitalista comprara una determinada cantidad de tiempo de trabajo –en forma de factores productivos– pagando por él una suma de dinero (D) y que, con ese tiempo de trabajo en forma de factores, fabricara una mercancía (M) cuyo valor, en principio, debería ser igual al del tiempo de trabajo cristalizado en los factores productivos pero que, posteriormente, lograra venderla en el mercado por una suma de dinero superior a la inicialmente invertida

(D’). La diferencia entre D’ y D (el incremento entre el dinero pagado y el recibido) era lo que Marx llamará plusvalía o plusvalor, y constituyó el objeto principal de su estudio.

La respuesta que halló el economista prusiano al origen de la plusvalía fue que uno de los factores productivos que adquiría el capitalista no era tiempo de trabajo cristalizado (como puede serlo una máquina) sino fuente de nuevo tiempo de trabajo y, por tanto, de nuevo valor de cambio: obviamente, nos estamos refiriendo al trabajador. Así las cosas, si el capitalista obtenía plusvalías era porque le pagaba al trabajador menos horas de las que éste en realidad estaba creando valor y, por consiguiente, se apropiaba de esas horas no remuneradas: “Durante un período el trabajador produce un valor igual o equivalente al valor de su fuerza de trabajo. Este producto para el mercado es el que el capitalista recibe por haber adelantado el precio de la fuerza de trabajo. Durante el otro período, el período del plusvalor, el usufructo de la fuerza de trabajo genera un valor para el capitalista por el que no tiene que soportar coste alguno. El gasto de esa fuerza de trabajo le es gratuito. Por este motivo, podemos denominar al trabajo que genera plusvalor como trabajo no remunerado”. Así pues, si ponemos en relación la plusvalía obtenida con el pago de los salarios obtendremos la tasa de plusvalía, que para Marx “es la expresión exacta del grado de explotación de la fuerza de trabajo por el capital, o del trabajador por el capitalista”.

Nótese que esa tasa de plusvalía es un concepto bastante similar al de la rentabilidad del capital, aunque sólo considerando lo que Marx llama “capitales variables” (la mano de obra). Para, en cambio, llegar a la tasa de beneficios observable en las economías de mercado, deberemos calcular la plusvalía obtenida por cada capitalista en relación con el conjunto de capitales adelantados; por eso, de hecho, Marx pronosticaba una tendencia a la reducción de la tasa de beneficios: porque los “capitales constantes” (todos los factores que no son mano de obra) se reinvertían y crecían exponencialmente, sin que los capitales variables pudieran seguirles el paso, siendo la única fuente de valor la plusvalía que se extraía del capital variable (por tanto, ese plusvalor se volvía cada vez más pequeño en relación con el conjunto de capitales adelantados).

En cualquier caso, la tasa de beneficios de la que habla Marx es un concepto no ya similar sino idéntico al del interés del capital que estamos tratando de dilucidar: “Si una mercancía se vende a su valor de cambio, se obtiene un beneficio igual al exceso de su valor de cambio sobre su coste de producción, y por tanto igual a todo el plusvalor incorporado en el valor de cambio de la mercancías”. Ese diferencial entre los precios de venta y los costes de producción, entre ingresos y gastos, es precisamente el interés al que aludíamos antes cuando nos planteábamos cómo era posible que el valor presente del capital sea inferior a la suma de todas las rentas futuras que ese capital generará. De hecho, el propio Marx explicó cómo los beneficios obtenidos se transforman en distintos tipos de renta para los capitalistas, entre las que incluía los intereses del crédito: “El interés es sólo otro nombre, un término especial, para designar cierta parte delos beneficios que el capital, en su proceso normal de funcionamiento, tiene que otorgar a su propietario en lugar de quedárselo para sí mismo”. Lo distintivo de la teoría marxista, por tanto, es atribuir no ya el interés crediticio, sino el interés general del capital (incluyendo los beneficios empresariales), únicamente a la explotación que el capitalista ejerce sobre el trabajador; si tal explotación fuera eliminada nacionalizando los medios de producción, entonces el tiempo de trabajo sería plenamente remunerado y el precio de venta de las mercancías sería igual a su coste (laboral) de producción, desapareciendo el interés.

La teoría marxista del interés tiene serios problemas que terminaremos de resolver cuando estudiemos la obra de Böhm-Bawerk en la lección 7. Baste apuntar, a este respecto, que, siguiendo la teoría de Marx, veinte años de servicios laborales de un trabajador deberían ser

intercambiadas por un bien presente que ya incorpore veinte años de trabajo. Por ejemplo, una vivienda que haya tardado en construirse 20 años debería intercambiarse hoy por un proyecto de vivienda que vaya a tardar 20 años en edificarse, pues ambos bienes representan el mismo tiempo de trabajo. La pregunta que se planteará Böhm-Bawerk y que constituirá la clave de su crítica a Marx y de su teoría del interés es: ¿acaso podemos decir que un bien presente y disponible que satisface nuestras necesidades actuales tiene el mismo valor que un bien futuro y no disponible para satisfacer nuestras necesidades presentes? Si la respuesta es negativa –y lo es, como ya tuvimos ocasión de constatar con John Rae–, la diferencia de valor (plusvalía) entre los capitales (o bienes presentes) que los capitalistas *adelantan* a los factores productivos y los ingresos que obtendrán esos capitalistas enajenando los bienes *futuros* que les fabricarán sus factores productivos podrá explicarse no en función de la explotación del factor trabajo, sino simplemente porque los bienes presentes son más valiosos que los bienes futuros y, por tanto, siempre se adelantará un menor valor en el presente del que planea lograrse en el futuro. En el fondo, la teoría marxista sería equivalente a señalar que si una vivienda con un peso de 10.000 kilogramos tiene un precio equivalente al de millón de kilogramos de arroz (en lugar de sólo 10.000 kilogramos de arroz, esto es, kilo por kilo) es debido al poder de explotación que los promotores de viviendas ejercen sobre los productores de arroz, cuando, en realidad, es simplemente por la diferencia de valor entre una casa y los diferentes kilos de arroz; lo mismo sucede con las diferencias de valor entre bienes presentes y bienes futuros, con independencia del tiempo de trabajo (o de los kilos) que incorporen las distintas mercancías presentes y futuras.

Desgraciadamente, por equivocada que estuviera la teoría marxista de la explotación capitalista y por mucho que Böhm-Bawerk se encargara de refutarla a finales del s. XIX, se convirtió en una doctrina muy extendida durante más de un siglo que subyugó a más de medio mundo.

Una nueva visión sobre el sistema económico internacional

En la lección 2 explicamos que el mercantilismo era la doctrina económica del nacionalismo. Su propósito era subordinar las relaciones económicas al interés de la nación, entendida ésta como colectivo con necesidades propias y distintas de las de sus partes constituyentes. Este sometimiento de las relaciones económicas al interés nacional se traducía en articular diversos mecanismos dirigidos a quebrantar o manipular la división internacional del trabajo (promoción de las exportaciones, restricción de las importaciones y uso generalizado de un patrón monetario basado en el papel inconvertible de carácter nacional) con tal de lograr una acumulación interna de medios de pago que, a su vez, les permitiera alcanzar tres objetivos: aumentar la demanda agregada, profundizar en la división del trabajo gracias a la difusión de los intercambios monetarios y rebajar los tipos de interés.

En las páginas anteriores hemos analizado cómo los economistas clásicos fueron desmontando, una tras otra y desde diversas perspectivas, la conveniencia de esos tres objetivos. Al hacerlo, despojaron a los mercantilistas de todo argumento para defender su injerencia y manejo de las relaciones exteriores y, por tanto, generaron un vacío en el modo en el que se habían venido comprendiendo esas relaciones exteriores durante más de dos siglos. La demolición clásica del mercantilismo, por consiguiente, no habría sido completa en caso de que, al tiempo que barrían el mercantilismo, no lo hubiesen sustituido por otra visión más abierta e internacionalista de esas relaciones exteriores, lo que los fisiócratas franceses llamaron “el orden natural” y que a día de hoy conoceríamos como liberalismo económico.

En materia de relaciones económicas internacionales, lo primero era demostrar que, en contra de lo que pensaban ciertos pensadores mercantilistas, un país no podía perder todo su oro ni por una manipulación especulativa de los tipos de cambio (postura de Malynes) ni por un saldo comercial desfavorable (postura de Mun), sino que, al contrario, como mostraron Richard Cantillon y David Hume, los tipos de cambio y la distribución internacional del oro se autorregulaban en mutuo beneficio de todas las partes implicadas.

A Cantillon le correspondió la misión de desentrañar la naturaleza de los cambios internacionales bajo el patrón oro: es decir, ¿cómo es posible que, representando una libra esterlina una determinada cantidad de oro (por ejemplo, 500 gramos de oro) y el ducado español otra determinada cantidad de oro (por ejemplo, 5 gramos de oro) el tipo de cambio entre las libras y los ducados no esté rígidamente fijado en 100 ducados por libra? ¿Cómo es posible que en ocasiones una libra se intercambie por 105 ducados y en otras por 95 ducados? ¿Cómo es posible, en suma, si "libra esterlina" no es más que el nombre que recibe una determinada cantidad de oro en Inglaterra y "ducado" no es más que el nombre que recibe una determinada cantidad de oro en España? La explicación que ofreció Cantillon es que quien tiene oro en España y necesita tener oro en Inglaterra puede estar dispuesto a pagar un sobreprecio (105 ducados por libra) para ahorrarse los costes de transportar físicamente su oro desde Madrid a Londres. En lugar de explicar los movimientos de los tipos de cambio utilizando distintas divisas internacionales, el economista irlando-francés optó, sin embargo, por exponer ese mismo proceso dentro de las fronteras de un país, demostrando gracias a ello que la fluctuación del tipo de cambio tienen poco que ver con arbitrarias divisiones territoriales y sí con la simple naturaleza de los cambios: "En el fondo, este cambio extranjero no difiere mucho del efectuado entre París y Châlons, más que por la distintiva jerga de que se sirven los banqueros".

Así, Cantillon nos sugiere que nos sumerjamos en el siguiente ejemplo hipotético: la ciudad de Châlons-sur-Marne ha de pagar todos los años 50.000 libras tornesas al recaudador de impuestos del Rey (que se encuentra en París) y, al mismo tiempo, los agricultores de Châlons venden todos los años su cosecha a los comerciantes parisinos a cambio de 50.000 libras tornesas; dicho de otro modo, el recaudador de impuestos ha de enviar 50.000 libras de Châlons a París y los comerciantes parisinos han de enviar 50.000 libras de París a Châlons. Obviamente, resulta bastante ineficiente y costoso que cada uno traslade físicamente sus libras desde una ciudad a otra: lo inteligente es que el recaudador les compre a los agricultores de Châlons su derecho a recibir 50.000 libras en París pagándoles con las 50.000 libras que tiene en Châlons: "Esa doble transacción o transporte podrá obviarse mediante una compensación o, en otros términos, por medio de letras de cambio, si las partes lo estipulan así y se acomodan con ello". Fijémonos que en este caso, como coinciden las cantidades a trasladar de una localidad a otra, los agentes intercambian libra por libra (onza de oro por onza de oro), de modo que diremos que el tipo de cambio entre las libras de Châlons y las libras de París "está a la par".

Cuando, por el contrario, los agricultores de Châlons hayan vendido más mercancías a los comerciantes parisinos de los impuestos que haya que enviar de Châlons a París, no quedará otro remedio que remitir la diferencia en metálico, asumiendo por parte de algunos comerciantes los correspondientes costes de transporte y aseguramente. Por ejemplo, si hay que transferir 50.000 libras de Châlons a París y 75.000 de París a Châlons, 100.000 libras (50.000 en un sentido y 50.000 en otro) podrán trasladarse por el mecanismo antes apuntado de la compensación, pero las 25.000 restantes habrá que transportarlas físicamente. Ahora bien, si parte de los deudores parisinos que deben efectuar pagos en Châlons deben asumir los costes de transportar el dinero mientras que otros se librarán de esos costes por pagar mediante compensación, lo lógico es que se inicie un proceso competitivo entre los

comerciantes parisinos para pujar por los derechos de cobro de 50.000 libras que el recaudador de impuestos tiene sobre la población de Châlons. Al hacerlo, al haber 75.000 libras parisinas pujando por 50.000 libras en Châlons, el precio de las libras en Châlons se elevará sobre el de las parisinas. Por ejemplo, los comerciantes parisinos ofrecerán pagar 102 libras en París a cambio de cobrar 100 libras en Châlons, con el propósito claro de ahorrarse los costes de transporte de las 100 libras desde París a Châlons (que, supongamos, representan 3 libras por cada 100 transportadas); en tal caso, diremos que el tipo de cambio de París frente a Châlons se ha depreciado un 2% o que el tipo de cambio de Châlons frente a París se ha apreciado un 2%.

El tipo de cambio de aquella plaza comercial que esté endeudada en términos netos con el resto de plazas comerciales se depreciará hasta que resulte más barato transportar el oro que seguir sobrepujando por los derechos de cobro en las plazas extranjeras. En el caso anterior, si los costes de transporte y aseguramiento eran del 3%, el tipo de cambio no se depreciará más de un 3%: llegados a este límite, quienes deben efectuar pagos en Châlons pasarán a transportar el dinero. Ese límite superior, determinado por los gastos de transporte o aseguramiento derivados de trasladar el oro, es lo que posteriormente se conocerá como "punto de exportación de oro": siempre que el tipo de cambio se deprecie por encima del punto de exportación del oro, los pagos al extranjero se efectuarán trasladando el metal; y viceversa, si los gastos de transporte corren a cargo del acreedor, cuando se rebase el "punto de importación del oro" se procederá a traerlo desde el extranjero. Por consiguiente, una vez se alcance el punto de exportación de oro, quienes no hayan conseguido comprar libras en Châlons tendrán que proceder a trasladar físicamente el saldo neto de 25.000.

El tipo de cambio, pues, quedará fijado entre el punto de exportación e importación del oro, meramente indicando que aquel país o territorio cuya divisa se deprecia está relativamente endeudado con respecto al país cuya divisa se aprecie. Según Cantillon: "Es evidente que la ciudad o plaza donde el cambio está por encima de la par se halla en deuda con aquella otra donde el precio está por debajo". Ahora bien, ¿qué impide que temporalmente la depreciación o la apreciación de la divisa se sitúen más allá de los puntos oro? Básicamente el arbitraje internacional: si la moneda se deprecia un 5% y los costes de transporte equivalen al 3%, los arbitrajistas sitos en París puede exportar oro a Châlons a un coste 3% y venderles a los parisinos los derechos de cobro contra Châlons al 5%. Igualmente, si la divisa de Châlons está apreciada en un 5%, los arbitrajistas de Châlons pueden comprar derechos de cobro en París (contra oro en Châlons) con un 5% de descuento y traerse el oro de vuelta asumiendo un coste del 3%.

Pero a Gerard de Malynes no le preocupaban tanto los arbitrajistas cuanto la inestabilidad en los cambios que introducían los especuladores. Cantillon también analiza esta figura para explicar que el especulador no es más que la persona que anticipa que el tipo de cambio se depreciará (apreciará) en unos meses y se dedica a exportar (importar) el dinero con anterioridad para beneficiarse del cambio futuro. Por ejemplo, si el cambio París-Châlons está a la par y se espera que en dos meses se vaya a depreciar al 5%, los especuladores parisinos pueden comprar derechos de cobro en Châlons, para así lucrarse con el 5% de revalorización de su divisa. Esta operación, que lo único que hace es anticipar y minimizar las fluctuaciones de los tipos de cambio a lo largo del tiempo, es lo que llevó a Malynes a pensar que había una conspiración internacional contra Inglaterra, pues si nos fijamos la especulación contribuye a depreciar (o apreciar) anticipadamente la divisa, dando la impresión de que no hay ninguna razón real para que ello suceda. Sin embargo, al final, la influencia de la especulación sólo puede ser pasajera y terminará revirtiendo, como concluye Cantillon: "Las especulaciones a menudo vienen a alterar los cambios durante poco tiempo, independientemente del balance

del comercio; pero a la larga es forzoso volver a ese saldo que constituye la norma constante y uniforme de los cambios.

Y aunque las especulaciones y créditos de los banqueros puedan retrasar a veces el transporte de las sumas que un Estado deba a otro, siempre es preciso, en definitiva, pagar la deuda y enviar el saldo de comercio en especies al lugar donde aquélla es debida".

En suma, el temor de Malynes sobre los cambios estaba injustificado: éstos giraban en torno a la paridad en oro de las divisas, no podían desviarse sostenidamente más allá de los puntos-oro y la especulación, aun cuando pudiera ser desestabilizadora, sólo era capaz de ejercer su influencia en el corto plazo, de manera que era imposible que un país perdiera todo su oro por un tipo de cambio desfavorable. Pero, como sabemos, el temor Thomas Mun y el de todos los defensores de la balanza comercial no era exactamente ése, sino que un país con un saldo comercial deficitario podría terminar perdiendo todo su oro. Por consiguiente, era necesario explicar por qué un saldo comercial deficitario tendía a autorrevertirse en lugar de a seguir agravándose. Esta misión le correspondió al filósofo escocés David Hume, muy especialmente en su artículo *Sobre la balanza comercial* (1742), donde expuso lo que, a partir de entonces, se conoció como el mecanismo "flujo especie-dinero".

Básicamente, Hume argumentó que si un país perdía su oro como consecuencia de un déficit comercial, los precios internos de ese país tenderían a caer y los precios del país receptor del oro comenzarían a subir. Esta redistribución internacional del oro provocaría que la competitividad de ambos países se invirtiera: el país que perdió el oro y que veía caer sus precios comenzaría a importar menos y a exportar más; por el contrario, el país que ganó oro y veía subir sus precios, pasaría a importar más y a exportar menos. Por consiguiente, los déficits (y los superávits) de la balanza comercial tenderían a corregirse por la propia operativa del sistema:

Supóngase que cuatro quintos de todo el dinero en Gran Bretaña sean destruidos en una noche y la nación reducida a la misma condición, en relación con el numerario, que baja el reinado de los Enriques y Eduardos. ¿Cuál sería la consecuencia? ¿No debería descender proporcionalmente el precio de todo el trabajo y de las mercancías, y cada cosa ser vendida tan barata como en aquellas épocas. ¿Qué nación podría entonces disputar con nosotros en algún mercado exterior, pretender navegar o vender manufacturas al precio que a nosotros nos proporciona suficiente beneficio? ¿En qué breve plazo de tiempo, por consiguiente, debería esto devolver el dinero que hemos perdido y llevarnos al nivel de todas las naciones vecinas? Una vez hayamos llegado a esa situación, inmediatamente perderemos la ventaja de la baratura del trabajo y las mercancías, y el posterior trasvase detenido por nuestra plenitud y saciedad.

De nuevo, supóngase que todo el dinero de Gran Bretaña fuese multiplicado cinco veces en una noche, ¿no se seguiría el efecto contrario? ¿No debería todo el trabajo y las mercancías ascender a tan exorbitante altura que ninguna nación vecina vendría a comprarnos? Mientras, por otro lado, sus artículos se harían comparativamente tan baratos que, a pesar de todas las leyes que pudiéramos concebir, correrían hacia nosotros

y el dinero sería trasvasado fuera, hasta que descendiésemos al nivel de los extranjeros y perdiéramos la gran superioridad de riqueza que nos había colocado bajo semejante desventaja.

Desde que Hume expuso su teoría a mediados del s. XVIII, muchos han tomado el mecanismo flujo especie-dinero como una descripción exacta de qué sucede en un sistema de patrón oro cuando aparecen saldos comerciales desfavorables: el oro entra o sale físicamente de un país y su nivel general de precios aumenta y se reduce con él. Sin embargo, los grandes movimientos de oro no traían su causa de saldos exteriores desfavorables, sino de grandes variaciones en la oferta mundial de oro que debían redistribuirse por todo el planeta. En condiciones normales, el oro apenas se desplazaba entre países y, sobre todo, el ajuste de precios no tenía un carácter general, sino particular en aquellas industrias que habían visto perder su demanda.

Así, los déficits de carácter estacional no solían provocar grandes salidas de oro hacia el país acreedor, por cuanto la depreciación del tipo de cambio modificaba marginalmente las pautas de comportamiento de los ciudadanos de uno y otro país. Los comerciantes del país deficitario se veían incentivados a vender menos al mercado interior y a exportar más al extranjero, debido a que tener oro (o derechos de cobrar oro) en el extranjero permitía comprar con descuento la divisa nacional (obteniendo plusvalías); asimismo, también se veían incentivados a comprar menos al extranjero y más en el mercado nacional, por cuanto el coste de las mercancías extranjeras se expresaba en una divisa relativamente más cara. Por su parte, los comerciantes del país superavitario tendían a poner a disposición de los extranjeros parte de sus saldos de tesorería (vendiéndoles pagarés con prima, por ejemplo) paralizando para ello sus compras de aquellos productos con una menor tasa de retorno, y especialmente sus compras internas en lugar de sus importaciones (que les resultaban relativamente más baratas). En el fondo, lo que unos y otros comerciantes trataban de lograr era incrementar la disponibilidad de oro del país deficitario en el país superavitario para minimizar los desplazamientos de oro. De hecho, al tratarse de desequilibrios estacionales, era perfectamente factible que los déficits presentes se compensaran con superávits futuros sin que el oro llegara a desplazarse y sin que los niveles nominales de precios de ambos países se modificaran.

Sucede, sin embargo, que pueden aparecer déficits exteriores que no tengan un componente estacional sino estructural. Por ejemplo, si la industria de un país queda obsoleta y pierde su demanda internacional, el déficit exterior resultante no revertirá por sí mismo con el paso de los meses. En tales casos, sin embargo, habrá que proceder a reajustar los precios relativos de las distintas industrias, pero no del nivel general de precios, tal como estudiaremos en la lección 10. La cuestión fundamental en este momento es que esa modificación de los precios relativos no requerirá por fuerza de una salida de oro del país, sino de un cambio interno de precios y rentas particulares que podrá ir, o no, acompañado de salidas de oro (pero también de un cambio en las posiciones deudoras y acreedoras entre países). En realidad, las salidas de oro servirán más bien como amortiguador del ajuste derivado de los cambios súbitos de la demanda internacional (incluyendo períodos de malas cosechas) para ganar algo más de tiempo en reequilibrar el saldo exterior, pero no como mecanismo principal de ese ajuste.

Tal como expuso un economista del que tendremos más ocasión de hablar en la siguiente lección, William Huskisson en su libro *El asunto de la depreciación de nuestra divisa descrito y examinado* (1810):

En la medida en que estas letras de cambio se compren por debajo de la paridad, su tenedor puede comprar más baratos bienes en Inglaterra. Por ejemplo, si en Hamburgo 100 onzas de oro de un determinado peso y calidad pueden comprar un derecho de cobro de 105 onzas en Londres, es evidente que esto equivale a una prima del 5% sobre la compra de tales bienes. Un tipo de cambio desfavorable equivale, en consecuencia, a subvencionar las exportaciones y gravar las importaciones. Esta subvención y este gravamen necesariamente excitan la competencia por exportar y reducen la predisposición a importar; y, en todos los casos ordinarios, este doble efecto servirá para hacer regresar el tipo de cambio a la paridad sin necesidad de transmitir el metal de oro. Asimismo, las apreciaciones son contrarrestadas por la misma vía; dicho de otro como, los tipos de cambio, como la brújula de un marinero, están en continuo cambio, pero su variación se restringe dentro de unos límites naturales. De hecho, si el tipo de cambio excediera esos límites, que vienen dados por el coste de transportar el metal desde el país deudor al acreedor, ciertos individuos comenzarían a exportarlo (…) Pero en el curso normal del comercio, la exportación de metal, lejos de ser, como habitualmente se cree, el modelo habitual de ajustar los saldos entre países, es un fenómeno raro que, cuando se da, no puede durar por mucho tiempo, pues la exportación de una pequeña cantidad del metal que conforma el patrón y la moneda de un país, no sólo permite, como cualquier otra mercancía, reducir la deuda acumulada entre países, sino que además fuerza las exportaciones y disminuye las importaciones del resto de bienes.

La teoría de Hume, por consiguiente, exageraba la influencia que jugaban los movimientos internacionales de oro a la hora de poner fin a los desequilibrios comerciales, dejando completamente de lado el papel que sí desempeñaban el arbitraje financiero estacional o los ajustes reales de carácter estructural. Así, el mecanismo flujo especie-dinero sólo sería parcialmente cierto en un mundo donde todos los pagos se efectuaran al contado y en un patrón monetario internacional. Pero fue esta enorme simplificación la que condujo a los economistas a caer en dos tipos de errores muy frecuentes desde entonces: el primero, que analizaremos en la siguiente lección, pensar que todo mecanismo que retrase la salida de oro de un país ante un déficit exterior está manipulando el normal funcionamiento del mercado; el segundo, que estudiaremos en la lección 10, sostener que allí donde la salida de oro no sea posible, la única vía de ajuste externo consiste en una depreciación de la divisa nacional que reduzca el nivel general de precios interno. El simple modelo desarrollado por Hume sí sirvió, sin embargo, para mostrar por qué el muy extendido temor mercantilista de que un país podría terminar perdiendo todo su oro como consecuencia de un saldo exterior desfavorable era un error descabellado: aun cuando se verificaran las condiciones extremas descritas por los mercantilistas, rápidamente se pondrían en marcha los procesos que las revertirían.

Quedaba, con todo, una pieza final por derribar dentro de la arquitectura mercantilista: la idea de que es prioritario promover el interés nacional frente al extranjero como si entre ambos existiera una relación de suma cero, esto es, como si todo lo que ganara un país fuera necesariamente a costa del otro.

Y aunque nos hemos apoyado frecuentemente en el brillante economista Richard Cantillon para componer una especie de refutación completa del mercantilismo, en este punto hemos de apuntar que el irlando-francés no fue capaz de librarse de todas las influencias del pasado; de hecho, en su libro podemos leer que "un Estado puede resultar defraudado por otro en el comercio". El propio Hume desarrolló un claro discurso a favor del libro comercio en diversos ensayos como, por ejemplo, *Sobre la envidia en el comercio* (1742) donde afirmaba que:

Es obvio que la industria doméstica de una población no puede ser dañada por la mayor prosperidad de sus vecinos y, como esta rama del comercio es indudablemente la más importante en cualquier extenso reino, debemos reconocer que carecemos de razones para la envidia. Pero voy aún más lejos y observo que donde una abierta comunicación se mantiene entre las naciones es imposible que la industria de cada una no reciba un estímulo de las mejoras ajenas (…) Donde un gran número de mercancías son reunidas y perfeccionadas para el mercado nacional, siempre se encontrarán algunas que pueden reexportarse con beneficio. Pero si nuestros vecinos carecen de artes o refinamiento, no las pueden tomar porque no tiene nada que dar a cambio. A este respecto, los Estados se encuentran en la misma condición que los individuos. Una persona difícilmente puede ser laboriosa donde todos sus conciudadanos son holgazanes. Las riquezas de los diferentes miembros de una comunidad contribuyen a incrementar mis riquezas, con independencia de la profesión que siga (…) Si nuestros limitados y malignos políticos tuvieran éxito, reduciríamos todas las naciones vecinas al mismo estado de pereza e ignorancia que prevalece en Marruecos y en la costa de Berbería. ¿Cuál podría ser la consecuencia? No nos enviarían mercancías porque no podrían tomar ninguna de las nuestras. El comercio nacional languidecería por falta de emulación, ejemplo e instrucción, así que nosotros mismos pronto caeríamos en la misma condición a la que los hemos reducido a ellos.

Resulta harto llamativo el paralelismo de estas reflexiones de Hume con las que sesenta años después realizaría Say (recordemos una de las implicaciones de la Ley de los Mercados sobre el comercio exterior: "no es perjudicial para la industria y la producción nacional que importemos mercancías extranjeras, pues no podemos comprarles nada a los extranjeros que no paguemos con productos nacionales que coloquemos en el exterior"). Otro economista francés que, apenas unas décadas después de Cantillon, reafirmó con absoluta rotundidad los beneficios del libre comercio fue Étienne Bonnot de Condillac en su libro *El comercio y el gobierno considerados en su relación mutua* (1776): "Si los Estados europeos persisten en denegar la completa libertad comercial, nunca serán tan ricos y poblados como podrían serlo; si uno de ellos diera completa y permanente libertad, aun cuando las otras naciones sólo permitieran un comercio temporal y restringido, se convertiría en la nación más rica de todas, si todo lo demás se mantuviera constante; y finalmente, si cesaran todos los obstáculos al comercio, todas alcanzarían su potencial de riqueza". Pero por encima de Hume, Condillac o Say, fueron dos economistas clásicos quienes dejaron una mayor impronta, tanto en la opinión pública como entre los economistas, a propósito de la libertad comercial: Adam Smith y David Ricardo.

Adam Smith ha pasado a la historia por numerosas razones pero, como ya explicamos, probablemente la principal sea el haber refutado con aparente eficacia la doctrina mercantilista. Y dentro de su refutación del mercantilismo, ocupa un lugar preeminente el libro IV de su *La Riqueza de las Naciones*, donde intentó demostrar que las ganancias que cabe esperar del comercio internacional no tienen nada que ver con el acaparamiento de oro o plata, sino con la obtención de bienes que permitan satisfacer las necesidades del ser humano: "Importar oro y plata ni es el principal ni, mucho menos, el único beneficio que obtiene una nación del comercio exterior. Del comercio siempre surgen dos beneficios: se exporta aquella parte de excesiva de la producción nacional de la tierra y del trabajo para la que no existe demanda interna, y se traen a cambio bienes para los que sí existe demanda".

La cuestión es cómo se compatibilizan esos principios con el evidente riesgo de que las industrias nacionales se vean desplazadas, y sus trabajadores desempleados, ante la feroz competencia internacional. Según Smith, tales pensamientos están absolutamente desencaminados ya que "la industria general de una sociedad nunca puede exceder el capital disponible en esa sociedad (…) Ninguna regulación comercial puede incrementar el volumen de la industria más allá de lo que el capital puede mantener; sólo puede redirigir parte de él hacia usos en los que no se habría empleado y que no son ni mucho menos más ventajosos para la sociedad". Dicho de otra manera, la restricción del comercio internacional no incrementa el empleo, sino que sólo cambia su configuración en una dirección subóptima para la propia sociedad. De ahí que lo conveniente para una nación siempre sea comerciar e intercambiar sus mercancías con aquella otra que puede producirlos, en términos absolutos, más baratos: "Todas las naciones encuentran beneficioso organizar toda su industria de tal manera que tengan alguna ventaja sobre sus vecinos, comprándoles con parte de su producción (o del precio que cobran por esa parte) lo que necesiten (…) Lo que resulta prudente para una familia privada difícilmente puede ser estúpido para todo el reino. Si un país extranjero nos puede proporcionar mercancía más barata de la que nosotros podemos fabricar, la mejor decisión que podemos tomar será comprarla con parte de la producción de nuestra industria en la que sí tenemos ventaja". Smith admitía tres razones para restringir el comercio internacional: las industrias de defensa (como la naval), cuando los productos nacionales estén gravados por impuestos internos y los extranjeros no, y en casos de no reciprocidad (cuando el resto de países imponían aranceles a los productos nacionales). En resumen, el mercantilismo se equivocaba porque:

El único fin de toda producción es el consumo y el interés del productor debería ser simplemente el de atender las necesidad del consumidor. Tal aserto es tan autoevidente que resulta absurdo tratar de probarlo. Pero en el sistema mercantil el interés del consumidor se sacrifica continuamente por el del productor, dando a entender que el fin último de la industria y el comercio no es el consumo, sino la producción (…) Al restringir la importación de mercancías extranjeras que puedan competir con las nacionales, el interés del consumidor doméstico es sacrificado por el del productor (…) No es demasiado difícil descubrir quiénes han sido los principales defensores del sistema mercantil: no los consumidores, cuyos intereses han sido despreciados, sino los productores.

Probablemente, esta última sea una de las críticas más frecuentes que se han dirigido desde entonces contra el mercantilismo, pero fijémonos que no es del todo acertada: los intereses de muchos productores eran machacados y perseguidos por el sistema mercantilista (aquellos que atendían el consumo interno, especialmente si lo hacían importando bienes). Más adecuado sería caracterizar al sistema mercantilista como aquel que se valía de los

productores orientados a la exportación para promover un interés nacional estrechamente entendido y que, desde luego, no tenía nada que ver con el interés de los consumidores. O dicho de otro modo, el sistema mercantilista era una ideología al servicio del lobby exportador (que no productor en general), lo que aparentemente lo volvía extremadamente complicado de arrinconar. El propio Smith, por ejemplo, expresaba su (exagerado) pesimismo a este respecto: "Esperar que Gran Bretaña recupere una completa libertad comercial es tan absurdo como esperar que tomen forma Oceana o Utopía. A esa libertad comercial se oponen irresistiblemente no sólo los prejuicios del público, sino, lo que es más difícil de combatir, los intereses privados de muchos individuos". Por fortuna, apenas unas décadas después, tales restricciones se terminaron levantando.

En suma, la teoría comercial de Smith propugnaba que el comercio internacional era beneficioso siempre que cada país produjera alguna mercancía a un coste total inferior al de otro país. Es lo que se ha conocido desde entonces como ganancias del comercio derivadas de la "ventaja absoluta" entre países. Por ejemplo, si el coste por unidad de ropa es más barato en Inglaterra que en Portugal y sucede lo inverso con el coste del vino, los patrones de intercambio serán que Inglaterra venderá ropa a Portugal para comprarle parte del vino que fabrica. De este modo, Portugal obtendrá ropa a un coste menor (5 oz. frente a 9) e Inglaterra vino a un coste también menor (8 oz. frente a 12).

	Inglaterra	Portugal
Coste por unidad de vino	12 oz.	8 oz.
Coste por unidad de ropa	5 oz.	9 oz.

Ahora bien, ¿qué sucede en una economía internacional donde algún país no posea ventaja absoluta a la hora de fabricar algún producto? Por ejemplo, supongamos que la relación de costes entre Inglaterra y Portugal es la siguiente:

	Inglaterra	Portugal
Coste por unidad de vino	12 oz.	8 oz.
Coste por unidad de ropa	10 oz.	9 oz.

¿Significa ello que a Portugal no le interesará comerciar con Inglaterra? ¿Acaso Inglaterra sí tiene buenos motivos para impulsar políticas mercantilistas que la protejan de la invencible competencia lusa? Smith no afrontó esta importante cuestión y su resolución quedó pendiente de que Robert Torrens y, sobre todo, David Ricardo escribieran, respectivamente, *Ensayo sobre el comercio exterior de cereales* (1815) y *Principios de Economía Política y*

Tributación (1817) para que desarrollan el concepto de “ventaja comparativa” como motor del comercio internacional. Así, Torrens expone en el primero de los libros que:

Si Inglaterra hubiese alcanzado tal nivel de maestría en la producción de manufacturas que cualquier cantidad de su capital pudiera producir tal cantidad de ropa que, intercambiada por la cosecha del agricultor polaco, le proporcionara una cantidad de cereales mayor que la que hubiese podido obtener con la misma porción de su capital, entonces la explotación de su suelo, aun cuando pudiera ser tan o más productivo que el de Polonia, debería ser abandonada, y parte de los cereales deberían ser importados. Pues, aunque el capital empleado para cultivar en Inglaterra proporcione un mayor beneficio que en Polonia, el capital dedicado a las manufacturas todavía proporcionaría un beneficio mayor, y ese exceso relativo es lo que determinaría la especialización industrial.

Asimismo, Ricardo, en un pasaje mucho más famoso que el anterior, afirmó:

La cantidad de vino que Portugal entrega a cambio de las ropas que le compra a Inglaterra no está determinado por las cantidades respectivas de trabajo que ambas dedican a producir, como sucedería si ambas mercancías se fabricaran en Inglaterra o Portugal. Inglaterra puede estar en tales circunstancias que para producir ropa requiera el trabajo de 100 hombres durante un año y para fabricar vino, el de 120 (…) Portugal, en cambio, puede ser capaz de producir vino con el trabajo anual de 80 hombres y ropa con el de 90. Sería ventajoso para Portugal exportar vino a cambio de importar ropa. Semejante intercambio tendría lugar aun cuando la mercancía importada por Portugal pudiese ser producida en el país con menos trabajo que en Inglaterra: aun cuando pudiese producir ropa con 90 hombres, importará la ropa del país que necesita 100 hombres para fabricarla, pues será preferible que utilice su capital en la producción de vino, a cambio del cual podrá obtener más ropa de Inglaterra, que dejar de utilizarlo para producir ropa.

Lo que Torrens y Ricardo están indicando es que, a la hora de calcular los costes de producción de un bien, los costes realmente relevantes no son los absolutos, sino los relativos, esto es, los costes de oportunidad de un bien en términos del otro. Si volvemos a la segunda tabla, constataremos que por cada unidad de ropa adicional que produzca Portugal, éste tendrá que renunciar a 1,12 unidades de vino, mientras que Inglaterra sólo ha de renunciar a 0,83 unidades de vino; asimismo, por cada unidad de vino que Portugal quiera incrementar, deberá renunciar a 0,88 unidades de ropa, frente a las 1,2 a las que deberá renunciar Inglaterra. Es evidente, pues, que en ausencia de comercio internacional, Inglaterra sólo puede convertir ropa en vino a un coste de 1,2 unidades de ropa y Portugal sólo puede convertir vino en ropa a un coste de 1,12 unidades de vino. Sin embargo, abriendo el comercio internacional, Portugal puede acceder a la ropa inglesa, cuyo coste de oportunidad es de 0,83 unidades de vino, mientras que Inglaterra puede acceder al vino luso, cuyo coste de oportunidad es de 0,88 unidades de ropa. Existe, pues, un razonable margen para la negociación y el entendimiento: si la ratio de intercambio entre la ropa y el vino se establece en un rango entre las 0,83 y 1,12 unidades de vino por unidad de ropa (o lo que es lo mismo, entre 0,88 y 1,2

unidades de ropa por unidad de vino) ambos países saldrán ganando, pues podrán maximizar su cartera de consumo.

Por ejemplo, si Portugal e Inglaterra disponen cada uno de un capital de 100 oz de oro (capital no en términos de dinero, sino de factores productivos a valor de mercado), una posible cartera de consumo para cada uno en ausencia de comercio internacional sería: Inglaterra produce 5 unidades de ropa y 4,1 unidades de vino; Portugal produce 4,4 unidades de ropa y 7,5 unidades de vino. Si el comercio internacional se abre y los precios se fijan en un punto comprendido entre los costes de oportunidad de cada uno (verbigracia a 1 unidad de vino por 1 unidad de ropa), Inglaterra puede pasar a consumir 5 unidades de ropa y 5 unidades de vino (incrementa en 0,9 unidades su consumo de vino) y Portugal puede pasar a consumir 5 unidades de ropa y 7,5 unidades de vino (incrementa en 0,6 unidades su consumo de ropa): de hecho, la producción mundial pasa de 9,4 unidades de ropa y 11,6 unidades de vino a 10 unidades de ropa y 12,5 unidades de vino. Por tanto, aunque otras combinaciones de producción y consumo son posibles, el ejemplo de Ricardo sí ilustra que, aun cuando un país posea ventaja absoluta en todas las líneas de producción, el libre comercio puede resultar en ganancias para todos los países.

Fue, sin embargo, John Stuart Mill quien, en su *Tratado de Economía Política*, terminó de concretar qué país saldría relativamente más beneficiado del comercio internacional (es decir, si en el caso anterior el precio de la ropa se aproximara a 0,83 unidades de vino, el mayor beneficio sería para Portugal, y si se acercara a 1,12 unidades, el mayor beneficio sería para Inglaterra): y tal resultado dependía de cuál de las dos "demandas recíprocas" (la demanda de un país por las exportaciones de su vecino, es decir, su demanda de importaciones) resultara más elástica. Aquel país que incrementara más su demanda de importaciones ante su abaratamiento internacional sería el que menos beneficios obtendría del comercio; al cabo, la elasticidad de las importaciones significará una mayor demanda total, que deberá incentivarse con una oferta sobreproporcional de la producción nacional: "Puede suceder que el abaratamiento del lino [la producción alemana] incremente la demanda de esta mercancía en Inglaterra en mayor proporción de lo que se ha abaratado (…) en tal caso, Inglaterra deberá ofrecer términos más ventajosos que antes (…) de manera que el país no podrá beneficiarse de toda la mejora en la producción de lino, mientras que Alemania, además de su beneficio interno, tendrá que pagar menos por la ropa [la producción inglesa]".

Eso sí, tanto Torrens, Ricardo o Mill basaban su teoría de la ventaja comparativa en el supuesto de que el capital no pudiera desplazarse entre países: al cabo, si los factores productivos de Inglaterra con un valor de mercado de 100 onzas pudieran deslocalizarse a Portugal (cuyos costes de producción son menores) la conclusión de que habrá ganancias del comercio ya no parece tan inmediata. Ricardo, por ejemplo, da por sentado que, incluso con libre movilidad de capitales, los consumidores de ambos países saldrán beneficiados, pero no lo demuestra: "Sería indudablemente ventajoso para los capitalistas de Inglaterra, y para los consumidores de ambos países, que en estas circunstancias tanto el vino como la ropa se fabricaran en Portugal, y por tanto que el capital y el trabajo de Inglaterra dedicados a la fabricación de ropa, se trasladaran a Portugal para este propósito". Conforme la movilidad del capital fue acelerándose durante el s. XX, los miedos volvieron a resurgir entre la profesión económica; unos temores que analizaremos en la lección 10.

Empero, no hace falta irse tan lejos: la victoria de Smith-Ricardo frente al mercantilismo ni siquiera fue completa durante su época. Así, en 1841, el alemán Friedrich List publicó el libro neomercantilista más influyente del s. XIX, *El sistema nacional de Economía Política*. Percíbase ya desde el comienzo que List recupera la esencia del pensamiento mercantilista: la economía se organiza en sistemas o bloques nacionales de intereses

potencialmente enfrentados que nada tienen que ver con los intereses de sus ciudadanos. Como señala en su libro: “El interés de los mercaderes individuales y el interés comercial de toda la nación son cosas muy diferentes”. List, de hecho, distingue desde el comienzo dos tipos de organizaciones comerciales: el sistema nacional (que viene a coincidir con el ideal mercantilista) y el sistema cosmopolita (“que se basa en la hipótesis de que todas las naciones de la tierra conforman una sola sociedad y viven en un estado de paz perpetua”).

La tesis de List es que las naciones deben superar su etapa de desarrollo agrario y comenzar a industrializarse con intensidad para enriquecerse y alcanzar una cierta independencia económica. Las naciones agrarias son economías incivilizadas y que no explotan todo su potencial debido a su menor grado de maquinización y de aprovechamiento de los recursos naturales: “Una nación que sólo se dedique a la agricultura es como un individuo que se dedica a producir bienes sólo con un brazo (…) Una Estado simplemente agrario es una institución infinitamente menos perfecta que un Estado agrario y manufacturero”. Salvo la fisiocracia, no cabe decir que la Escuela Clásica viera con malos ojos la industrialización, pero, a diferencia de List, sí pensaba que ésta se veía impulsada, y no restringida, por el libre comercio. En cambio, List es de la opinión contraria: “Bajo un sistema de libre competencia contra naciones manufactureras más avanzadas, aquéllas menos desarrolladas, aunque cuenten con un buen potencial para la manufactura, nunca podrán alcanzar todo su potencial ni una completa independencia nacional sin aranceles protectores”. La razón de esa incapacidad para competir es lo que hoy llamaríamos un efecto de dependencia de camino, a saber, que las industrias ya asentadas consiguen una ventaja competitiva permanente sobre las nuevas que impide que estas últimas les arrebaten su posición, aun cuando posean un mayor potencial: “Como regla general, es incomparablemente más fácil perfeccionar y extender un negocio ya existente que fundar uno nuevo. Por todas partes nos encontramos con antiguas empresas que, habiendo operado durante varias generaciones, consiguen mayores beneficios que las nuevas”.

De ahí que, forzando la interpretación del principio de reciprocidad que exigía Smith en las relaciones exterior, considere que sólo se dará reciprocidad cuando una nación haya alcanzado cierto nivel de autonomía y desarrollo manufacturero que le permita entablar relaciones comerciales en pie de igualdad con otras naciones. En caso contrario, la falta de reciprocidad se tornará en dominación económica y justificará el proteccionismo arancelario: “En el presente estado del mundo, el resultado del libre comercio internacional no sería disfrutar de una república universal sino, por el contrario, de un sometimiento de las naciones menos avanzadas a la supremacía manufacturera comercial y naval de las naciones predominantes”. Estos aranceles que protejan la industria manufacturera (List era contrario a la protección agraria) son beneficiosos para el “sistema nacional” aun cuando no lo sean para unos ciudadanos que tendrán que importar y comprar productos mucho más caros: “Si se sacrifica valor como consecuencia de los aranceles, aun así salimos ganando por ver incrementar nuestro potencial productivo, el cual no sólo le asegura a la nación cantidades infinitamente mayores de bienes materiales, sino también independencia industrial en caso de guerra”.

El rol activo de industrializar a la nación, por consiguiente, no residía tanto en los empresarios nacionales cuanto en unos gobernantes encargados de diseñar políticas económicas que aceleraran la modernización del país: “La tarea de los políticos es civilizar a las nacionalidades bárbaras, lograr que los pequeños y débiles se vuelvan grandes y fuertes, pero, sobre todo, asegurar su existencia y continuidad”. Dentro de este paquete de políticas económicas que fomentaban la industrialización, según List, la colonización de las bárbaras naciones extranjeras ocupaba un lugar preeminente y vendría a ser la conclusión lógica de todo el proceso: “El mayor mecanismo para desarrollar el potencial manufacturero, el

comercio interno y externo, las rutas marítimas y la explotación pesquera (el potencial naval, en definitiva) son las colonias (…) Si otras naciones europeas quieren, como Inglaterra, aprovecharse de los beneficios de cultivar territorios abandonados y civilizar a naciones bávaras, o a naciones civilizadas que hayan recaído en el barbarismo, deben comenzar por desarrollar sus propio potencial manufacturero interno”.

Ciertamente, List fue un hijo de su tiempo: observando con envidia y miedo el formidable desarrollo inglés, racionalizó una política económica que permitiera proteger a las industrias nacientes alemanas de las más baratas mercancías inglesas para presuntamente fomentar su desarrollo y defenderse en caso de conflicto militar sin depender de las manufacturas foráneas (una excepción al libre comercio que también admitía, de manera mucho más limitada, Smith). De hecho, en el tramo final de la parte teórica de su libro no puede dejar de reconocer el (infundado) temor y la (merecida) admiración que le provocaba la economía inglesa: “La supremacía de la Isla en manufacturas, comercio, navegación y en su imperio colonial constituye el mayor de los impedimentos existentes para todas las naciones cercanas; si bien, también hemos de admitir que Inglaterra, merced a esa supremacía, ha incrementado inconmensurablemente, y sigue haciéndolo día a día, el potencial productivo de la raza humana”.

Pero, como ya sucedía con el mercantilismo, las doctrinas de List no sólo son erróneas, sino que acarrean un importante peligro para las sociedades. Por un lado, List tenía una concepción extremadamente limitada de la división internacional del trabajo: que las industrias de un país sean muy eficientes produciendo determinados bienes no significa que las industrias de otros países no puedan especializarse en fabricar otros bienes distintos; visto con perspectiva histórica, resulta absurdo pensar que la Inglaterra del s. XIX ya concentraba en su interior todas las industrias posibles, sobre todo cuando gran parte del comercio tiene un carácter intraindustrial (por economías de escala, un país se concentra en fabricar todas las unidades de una de las clases de un producto industrial –por ejemplo una marca de automóviles– y otro país en fabricar todas las unidades de otra de las clases –otra marca de automóviles–, intercambiando posteriormente algunas cantidades entre sí). Además, la hipótesis que adopta del camino dependencia no tiene ni mucho menos por qué ser cierta para todas las industrias: en muchas de ellas no es infrecuente que los nuevos entrantes, al adoptar los métodos de producción más recientes, punteros y eficientes, posean una ventaja competitiva frente a industrias más obsoletas y anquilosadas que todavía acumulan muchos errores del pasado; sobre todo si, para mayor abundamiento, el país no industrializado posee unos salarios más bajos que los del país ya industrializado. Sólo asumiendo que todos los países tienen que contar con el mismo tipo de especialización industrial y que el primero que lo alcance se quedará con todo el mercado mundial puede suscribirse la muy equivocada idea de que una nación no puede desarrollarse sin aranceles: lo que, en cambio, sí lograrán los aranceles es trocear la división internacional del trabajo y abocar a las distintas regiones a especializaciones descoordinadas y subóptimas que, trayendo a colación el principio de ventaja comparativa, serán mutuamente perjudiciales.

Por otro lado, además, las políticas proteccionistas conducen inevitablemente al enfrentamiento bélico y al colonialismo militar. El propio List describe las relaciones entre los bloques nacionales no cómo intercambios voluntarios, pacíficos y mutuamente beneficiosos para los individuos implicados, sino como batallas sin cuartel por dominar y subyugar al contrario. La necesidad de cerrar fronteras frente al extranjero va de la mano de la necesidad de asegurarse mercados en exclusiva conquistando territorios extranjeros e incorporándolos *manu militari* a la unión arancelaria: si un país cierra sus fronteras con parte del extranjero (Alemania deja de comerciar con Inglaterra, por ejemplo), su provisión de ciertas mercancías clave (ciertas materias primas) puede verse muy perjudicada a menos que

haya colonizado ciertos territorios que puedan proporcionárselas y que no estén bajo la influencia de esas naciones extranjeras de las que quiere separarse comercialmente. List fue un claro defensor del imperialismo económico dirigido a excluir a los ingleses de los mercados controlados por Alemania. Es más, ni siquiera descartó la necesidad de invadir países extranjeros que hubiesen recaído en el barbarismo, sentando la base para un conflicto militar abierto con las naciones del Primer Mundo.

Frédéric Bastiat supo sintetizar perfectamente durante esas mismas fechas los riesgos para la paz mundial del proteccionismo: "Si las mercancías no cruzan las fronteras, lo harán los soldados". Por desgracia, pese al predominio teórico de las ideas comerciales de Smith o Ricardo sobre las de List, los impulsos mercantilistas no desaparecieron jamás del panorama político y, de hecho, durante la primera mitad del siglo XX cobraron nuevos bríos con devastadoras consecuencias.

Conclusión

Si el mercantilismo fue la teoría económica del nacionalismo, la Economía Clásica de Cantillon, Turgot, Smith, Say, Ricardo o Mill fue, en gran medida, la teoría económica del internacionalismo o, como a List le gustaba llamarlo, del cosmopolitismo. Lejos de medir el éxito de una política económica en función de su contribución para alcanzar ciertos intereses nacionales estrechamente definidos, los clásicos defendían la primacía del interés personal, articulado en torno a las libertades individuales y a la propiedad privada, dentro de un entorno económico no constreñido por fronteras nacionales artificialmente definidas. La división del trabajo superaba de este modo el ámbito arbitrariamente nacional y se extendía a todo el planeta para exprimir al máximo las ventajas comparativas de cada individuo y de cada región: todos los seres humanos podían salir ganando con independencia de la cantidad de metales preciosos que un territorio acumulara en su interior, pues éstos ni aumentaban la demanda agregada de la comunidad ni rebajaban sosteniblemente sus tipos de interés.

La libre circulación metálica, sin embargo, sí jugaba un papel esencial, frente al papel moneda inconvertible defendido por parte de los mercantilistas, por cuanto permitía la adecuada coordinación entre individuos y empresas allí donde se encontraran. Aquellas compañías que veían caer la demanda internacional de sus productos experimentaban una reducción de sus ingresos, los cuales se transferían a aquellas otras compañías que hubiesen ganado demanda internacional. Con un papel moneda inconvertible de carácter nacional, en cambio, esa redistribución de ingresos entre industrias eficientes e ineficientes sólo acaecía dentro de las fronteras de un país; como estudiaremos en la lección 10, la coordinación internacional se quiebra con la moneda fiduciaria. Ahora bien, unidos en su rechazo al papel moneda inconvertible, los clásicos no alcanzaron un acuerdo unánime acerca de qué principios debían regular el sistema de pagos nacional; un asunto sobre el que se desarrolló un prolongadísimo debate de más de cinco décadas que estudiaremos en la siguiente lección.

A pesar de la completa refutación que la Economía Clásica efectuó del mercantilismo, mostrando la conveniencia de una división internacional del trabajo asentada sobre un patrón monetario internacional, las teorías contrarias al libre mercado fueron reelaborándose con perseverancia: Sismondi, Malthus, Marx o List fueron autores que o bien dieron una nueva fachada a los viejos y desprestigiados errores mercantilistas o bien buscaron nuevos argumentos contra el capitalismo propugnado, grosso modo, por la mayoría de los clásicos. Por desgracia, muchos de esos argumentos no pudieron ser respondidos eficazmente por la deficiente teoría del valor que arrastraba la Economía Clásica y que no se vio enmendada hasta finales del s. XIX, como tendremos ocasión de estudiar en la lección 5. Sólo cuando esta teoría del valor, el fundamento último de la ciencia económica, estuvo adecuadamente

perfilada, se pudo elaborar una teoría económica verdaderamente sólida y consistente blindada frente a los prejuicios liberticidas como los del mercantilismo, el subconsumismo o el marxismo.

LECCIÓN 4 – LOS GRANDES DEBATES MONETARIOS EN LA INGLATERRA DEL S. XIX

Antecedentes

Los profundos desarrollos teóricos elaborados en el ámbito de la circulación monetaria por Richard Cantillon y Adam Smith dejaron una profunda impronta sobre el pensamiento inglés: prácticamente todos los economistas coincidían en que un país era capaz de crear los medios de pago que necesitaba sin necesidad de intentar acaparar en vano metales preciosos; si bien, según el marco regulatorio implantado, esos medios de pagos podían ser excesivos o deficientes. Adam Smith describió en *La Riqueza de las Naciones* aquellas directrices que, a su juicio, resultaban imprescindibles para regular adecuadamente la creación de nuevos medios de pago distintos del oro: es lo que se conoció a partir de entonces como la Doctrina de las Letras Reales.

Recordemos que, según Smith, los bancos sólo pueden emitir nuevos billetes o depósitos contra pasivos derivados de una transacción comercial en la que se hallen implicados bienes de consumo presentes a punto de ser distribuidos a sus compradores finales y sólo por el precio al que vayan a poder enajenarse. A primera vista podríamos pensar que tales directrices son bastante específicas de cara a acotar las características de un sistema financiero sano pero, a la hora de la verdad, se trataba de una serie de prescripciones bastante ambiguas que dejaron un enorme espacio para la interpretación entre los distintos economistas posteriores, casi todos los cuales se erigieron, en mayor o menos medida, como herederos intelectuales de la tradición monetaria de Smith. Así las cosas, y sin que nadie lo planificara de manera deliberada, durante la primera mitad del s. XIX, y según evolucionaban los acontecimientos políticos, económicos y financieros del país, se libraron en Inglaterra tres importantísimos debates que contribuyeron a perfilar el contenido concreto de la Doctrina de las Letras Reales smithiana.

En primer lugar, a comienzos del s. XIX y a raíz de la suspensión de la convertibilidad en oro de los billetes del Banco de Inglaterra en 1797, estalló la llamada "controversia bullionista", es decir, el debate sobre si la creación sostenible de pasivos bancarios exige que éstos sean convertibles en oro o si, por el contrario, basta con que los bancos se limiten a descontar aquellos pasivos reales que surjan de transacciones comerciales. En este sentido, la posición de Smith admitía pocas dudas, ya que en su análisis siempre requirió que los pasivos bancarios fueran convertibles en oro, hasta el punto de reclamar que la moneda de oro siguiera circulando en las transacciones que se realizaran entre minoristas y consumidores. Sin embargo, la denominada postura antibullionista no carecía de lógica incluso dentro del marco smithiano: si la directriz fundamental de la Doctrina de las Letras Reales es que sólo se descuenten efectos comerciales, podía pensarse que bastaba con una diligente gestión por parte de los bancos para que la creación de medios de pago no se volviera insana.

Restaurada la convertibilidad en oro de los billetes del Banco de Inglaterra pero manteniéndose la recurrencia de crisis bancarias regulares a partir de la tercera década del s. XIX, la discusión pasó a girar en torno a otra de las reglas fijadas por Smith para el adecuado funcionamiento del sistema financiero. Recordemos que para el escocés la cantidad total de pasivos bancarios que podían llegar a crearse no sólo debía constreñirse al descuento de efectos comerciales reales, sino que no podía exceder el valor del oro o de la plata que habría circulado en ausencia de esos pasivos bancarios. La directriz claramente admitía dos interpretaciones: o bien la cantidad máxima de pasivos bancarios tenía que ser igual a la

cantidad de oro a la que materialmente desplazaba en los intercambios (es decir, sólo puede crearse un pasivo con valor de una onza de oro si deja de circular oro por valor de una onza) o bien ésta debía ser igual a la cantidad de oro y plata que habría sido necesario movilizar para efectuar todas las transacciones comerciales que los pasivos bancarios permiten perfeccionar. Como luego comprobaremos, la interpretación más lógica y coherente del discurso smithiano era la segunda, pero tampoco debemos extrañarnos de que ambas corrientes surgieran y se enfrentaran en el llamado debate entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria.

Por último, hubo un tercer debate que se superpuso a los anteriores y que emergió a propósito de la expiración, renovación y ampliación de los privilegios estatutarios del Banco de Inglaterra. De este modo, los economistas pasaron a clarificar otra de las condiciones, aparentemente auxiliares, fijadas por Smith en su Doctrina de las Letras Reales: si la emisión de los pasivos bancarios debe efectuarse por una entidad monopolística que concentre la mayor parte de las reservas de oro del país o si, por el contrario, era preferible que fueran creados descentralizadamente por bancos privados en régimen de competencia. Smith expuso su Doctrina de las Letras Reales ejemplificándola con el sistema bancario escocés, cuyas entidades financieras generaban tales pasivos de manera privada y competitiva. Sin embargo, no quedaba clara cuán esencial era está hipótesis dentro del marco de la Doctrina de las Letras Reales o si, incluso, un sistema de banca libre era incompatible con el comportamiento que esa Doctrina pretendía observar dentro del sistema financiero.

A lo largo de esta cuarta lección analizaremos de manera detallada cada uno de estos tres debates para ofrecer una recapitulación sobre cuáles son las condiciones esenciales para que la Doctrina de las Letras Reales opere adecuadamente. Tengamos en cuenta que, como ya explicamos en la lección anterior, la deficiente comprensión de esas condiciones ha llevado a muchos economistas posteriores a deformar y malinterpretar esta Doctrina, considerando superfluas algunas proposiciones de carácter necesario o adjuntándole rasgos que incluso son contradictorios con la misma. Por ejemplo, aunque a continuación estudiaremos que el antibullionismo casa muy mal con la Doctrina de las Letras Reales smithiana, desde su aparición pasó a considerarse el sucesor más directo del pensamiento monetario de Smith.

La controversia bullionista

En la lección 1 estudiamos cómo funcionaba el sistema monetario medieval: el valor de las distintas monedas que circulaban por un territorio se expresaba en una unidad de cuenta abstracta que era la misma en la que se expresaban los precios de los distintos bienes y servicios. Gracias a ello, los monarcas podían optar por dos vías para envilecer las monedas: o bien reducir el contenido metálico de una divisa manteniendo su valor nominal (debilitamiento) o bien aumentar el valor nominal de la divisa sin que se haya incrementado su contenido metálico (aumento). Este sistema medieval siguió operando en Occidente durante el s. XIX. Pese a que numerosos brillantes pensadores como Jean Baptiste Say habían propuesto clarificar este confuso sistema expresando el valor de las monedas y el del resto de bienes en gramos de oro (y no en unidades de cuenta abstractas) se optó por mantener una complejidad que sólo servía para ocultar la pérdida de valor de la moneda.

En Inglaterra, esa unidad de cuenta abstracta era la libra esterlina: cada libra se subdividía en 20 chelines y cada chelín en 12 peniques (de modo que una libra equivalía a 240 peniques); o, en nomenclatura inglesa, £1 = 20s. = 240d. Desde que en 1717 Isaac Newton reformara el sistema monetario del país como director de la Casa de la Moneda, se estableció que 8 gramos de oro de 22 quilates (equivalentes a 123,5 granos de oro) tendrían el valor de una libra. Por eso mismo, una onza troy de oro (31,1 gramos o 480 granos de oro) poseía automáticamente

un valor oficial de £3 17s. 10,5d., mientras que una libra troy (unidad de masa equivalente a 373,2 gramos o 5.760 granos de oro) portaba un valor nominal de £46 14s. 6d.

Sin embargo, para hacer efectivos tales valores nominales en el tráfico mercantil era necesario acuñar esas masas metálicas de oro en monedas. La Casa de la Moneda inglesa prestaba ese servicio gratuitamente, de manera que, si un ciudadano inglés llevaba una onza troy a la ceca, se le entregaban monedas cuyo contenido de oro era igual a una onza y que, por tanto, tenían un valor nominal de £3 17s. 10,5d. Lo deseable habría sido que hubiese monedas de oro de una libra, de un chelín y de un penique para poder facilitar las operaciones, pero no: la moneda con un valor nominal más aproximado al de una libra era la "guinea", cuyo contenido de oro era de 8,38 gramos (129,4 granos) y cuyo valor nominal, por tanto, era de una libra y un chelín (£1 1s.). Por consiguiente, si un ciudadano llevaba a la ceca una onza de oro, se le deberían haber entregado aproximadamente 3,7 guineas y si llevaba una libra troy de oro, le correspondían 44,5 guineas.

En la práctica, no obstante, como la Casa de la Moneda, al ser un servicio gratuito y estatalizado, resultaba extraordinariamente lenta y dado que, debido a esa lentitud, la gente no podía rentabilizar el dinero que se estaba acuñando, era habitual que los ingleses intercambiaran sus lingotes de oro por monedas de oro ya acuñadas en el mercado. Pero, lógicamente, como la moneda acuñada era más útil que el oro en bruto, el valor nominal que se obtenía al vender el oro en bruto era ligeramente inferior al que se lograba yendo a la casa de acuñación: por ejemplo, era habitual vender una onza troy de oro por £3 17s. 6d (perdiendo cuatro peniques y medio con respecto al precio que ofrecía la Casa de la Moneda de £3 17s. 10,5d) y una libra troy por £46 10s. (renunciando a cuatro chelines y seis peniques). Es decir, resultaba habitual intercambiar una onza (o una libra troy) de oro en bruto por algo menos de una onza (o libra troy) de oro amonedado.

Junto a las monedas de oro, circulaban con cierta habitualidad otros dos medios de pago: los billetes del Banco de Inglaterra y los billetes de los bancos provinciales. Ambos instrumentos eran pasivos bancarios, es decir, promesas del banco emisor a entregar una determinada cantidad de oro amonedado: así, un billete del Banco de Inglaterra de £40 libras obligaba a entregar algo más de 36 guineas. Las reservas de oro del Banco no estaban enteramente en monedas de oro, sino en lingotes, lo que en muchas ocasiones le forzaba a tener que venderlos en el mercado con la pérdida antes mencionada. Tanto los billetes del Banco de Inglaterra como los de los bancos provinciales circulaban por la conveniencia y la confianza que los ingleses colocaban sobre ellos, pues no eran medios de pago de curso legal: sólo las monedas de oro (y de plata para pagos menores a 25 libras) poseían ese privilegio. En este sentido, conviene matizar que el curso legal se implantó originalmente con el propósito de evitar los tediosos cálculos sobre la cantidad exacta de oro que contenía cada moneda: si una guinea no contenía menos de 128 granos de oro (recordemos que, supuestamente, debe contener 129,4) ésta tenía que aceptarse por su pleno valor nominal, aun cuando contuviera, verbigracia, sólo 129.

Lo que sí poseía el Banco de Inglaterra era un importante privilegio frente a los bancos provinciales: era el único banco con más de seis accionistas que podía emitir billetes (a partir de 1826, se mantuvo ese monopolio pero sólo dentro de las 65 millas alrededor de Londres). O dicho de otro modo, sólo bancos muy infracapitalizados podían emitir billetes en competencia con el Banco de Inglaterra; pero, obviamente, los pasivos de esos bancos infracapitalizados no eran aceptados mucho más allá de su radio de confianza (la provincia o la región) por la infracapitalización de la que en general hacían gala estas entidades. Tanto el Banco de Inglaterra como los bancos provinciales se dedicaban a emitir billetes para comprar deuda pública o privada: es decir, en parcial sintonía con la Doctrina de las Letras Reales de

Adam Smith, los bancos adelantaban el cobro de la deuda pública o privada emitiendo billetes convertibles en oro y, en el caso de los bancos provinciales, también convertibles en billetes del Banco de Inglaterra.

Las diferentes entidades bancarias no mantenían reservas de oro o de billetes del Banco de Inglaterra a modo de depósito de guarda y custodia de sus clientes, sino que las utilizaban como mecanismo de salvaguarda para ser en todo momento capaces de atender las demandas de los tenedores de sus pasivos. En 1792, por ejemplo, el 33% de los pasivos del Banco de Inglaterra estaban cubiertos por reservas de oro. Por su parte, los bancos provinciales mantenían, como decimos, ciertas reservas de billetes del Banco de Inglaterra porque para muchos de sus acreedores les resultaba preferible al oro como medio de pago.

La razón es que Londres actuaba como gran centro de intercambios, como gran cámara de compensación, de todo el Reino. En la lección anterior ya vimos cómo el oro era costoso de desplazar y cómo los tipos de cambio entre países o entre regiones fluctuaban debido a ese coste: si una región estaba relativamente endeudada con respecto a otra (le había comprado más mercancías de las que le había vendido), su tipo de cambio se depreciaba, pues poseer oro en la ciudad acreedora neta era más valioso (más necesario) que poseerlo en la ciudad deudora neta. Una forma de solventar ese problema del desplazamiento de oro es centralizando todos los pagos en una misma plaza, de manera que todos los pagos de letras de cambio se efectuaran, por ejemplo, en Londres. Esto es lo que sucedía en la Inglaterra del s. XIX: todos los bancos tenían una sede o un corresponsal en Londres, que era donde debían amortizarse las deudas comerciales que habían descontado. Por tanto, los deudores netos de cualquier parte del país tenían que trasladar su oro a Londres… a menos que poseyeran billetes del Banco de Inglaterra. En tal caso, las letras pagaderas en Londres se saldaban en pasivos del Banco en lugar de en oro y, sólo en caso de que su tenedor tuviera dudas sobre su capacidad de repago, se le exigía al Banco de Inglaterra que los pagara en oro. Dejemos que Henry Thornton, uno de los economistas más brillantes de este período del que hablaremos más tarde, nos lo describa en este largo pero bello pasaje de su obra *Crédito papel* (1802):

Las letras de cambio se giran contra Londres desde todos los rincones del Reino, y se envían remesas a la metrópoli para poder satisfacerlas, mientras que Londres casi no emite letras contra las zonas rurales. De alguna manera, Londres es, con respecto a toda la isla, lo que el centro de la ciudad es para las afueras. Los mercaderes pueden habitar en las zonas residenciales y almacenar allí muchos de sus productos, y es posible que efectúen una serie de pequeños pagos en su vecindario, pero el grueso del dinero en efectivo está en poder de su banquero, que fija su residencia, junto a los demás banqueros, en el corazón mismo de la ciudad. Londres también se ha convertido, sobre todo últimamente, en la metrópoli comercial de Europa y en realidad de todo el mundo; puesto que las letras de cambio extranjeras, giradas contra comerciantes que viven en nuestros puertos y en otras ciudades mercantiles y que llevan a cabo negocios allí, son pagaderas en Londres casi sin excepción. Además, la metrópoli tiene una inmensa cantidad de cobros y pagos por cuenta propia debido a la magnitud de su propio comercio y a la enormidad de su riqueza y población; por otra parte, el hecho de que constituya el emplazamiento del gobierno y el lugar donde se abonan los dividendos públicos, contribuye a incrementar sus transacciones pecuniarias. En realidad, una vez iniciada

la transferencia a Londres de los pagos del país, esta práctica tenía muchas probabilidades de extenderse. Porque en la medida en que aumenta el monto y el número de pagos y cobros que allí se efectúan, el negocio de pagar y cobrar se lleva a cabo de forma más fácil y barata: el número de guineas necesarias es menor con relación a las sumas a recibir y a pagar, como también lo es la necesidad de billetes de banco, que aunque su número aumenta en términos absolutos, decrece en términos proporcionales. Por lo tanto, todo el crédito comercial de Gran Bretaña depende esencialmente de la puntualidad con que se realizan los pagos habituales de Londres. Los pagos más importantes y cuantiosos de Londres se llevan a cabo exclusivamente mediante el papel moneda del Banco de Inglaterra; porque el exceso de su crédito es tal que, por consenso entre los banqueros, cuya práctica en este sentido casi siempre guía la de otras personas, ningún billete de un banco privado se emplea como medio de pago circulante en Londres.

El sistema descrito parecía funcionar con fluidez. Sin embargo, en 1793 Francia le declaró la guerra a Gran Bretaña, lo que llevó a que el Gobierno inglés de William Pitt, a la sazón ministro de Hacienda, procediera a incrementar muy notablemente sus gastos: de 17,4 millones de libras en 1792 se pasó a superar los 50 millones en 1795, abandonando un superávit de un millón de libras para amasar un déficit por encima de los 30 millones. Parte de esa extraordinaria financiación fue obtenida colocándole varios millones de títulos de deuda pública al Banco de Inglaterra, lo que a su vez llevó a que se desatara una cierta desconfianza en los pasivos de esta entidad y a que el público comenzara a convertirlos en oro en un contexto de subidas generalizadas de precios. De este modo, si en 1792, como ya apuntamos, las reservas de oro cubrían el 33% de todos sus pasivos, a comienzos de 1797 apenas llegaban al 6%. Así las cosas, en febrero de ese año los directores del Banco de Inglaterra, temerosos de que serían incapaces de hacer frente al pánico, optaron por suspender temporalmente los pagos en oro; una decisión que fue ratificada el 3 de mayo de 1797 por el Gobierno de William Pitt. En ese mismo decreto, por cierto, se marcó como objetivo reanudar los pagos en menos de dos meses (el 24 de junio): finalmente, la inconvertibilidad se prolongó durante dos décadas.

Y fue a partir de aquí cuando se desarrollaron todos los acontecimientos que dieron lugar a la llamada controversia bullionista. Dado que los billetes del Banco de Inglaterra dejaron de ser pagaderos en oro por su emisor, su conversión en oro sólo podía efectuarse vendiendo esos billetes en el mercado a cambio de oro. De esta forma, el precio de una onza de oro, que hasta entonces en ningún caso se hubiese podido mantener por encima de £3 17s. 10,5d. (pues si alguien tenía billetes y quería oro, el Banco estaba obligado a proporcionarle monedas de oro por valor de £3 17s. 10,5d.), pasó a cotizar ampliamente por encima de las cuatro libras. Dado lo anterior, cabría pensar que el tipo de cambio entre la guinea y los billetes del Banco de Inglaterra también debió alterarse (pues una guinea no es más que un veintisieteava parte de una onza de oro), pero no fue exactamente eso lo que sucedió. En Inglaterra todavía subsistía una antigua ley que impedía refundir moneda de curso legal así como exportar oro en lingotes a menos que se jurara que no procedía de la fundición de monedas, por lo que los tenedores de guineas estaban en buena medida atrapados: aunque el valor nominal del oro que contenían las guineas era superior al valor nominal de la propia guinea, no tenían ninguna posibilidad de hacerlo prevalecer. A efectos de circulación interna, las guineas se convirtieron en sustitutos de los billetes del Banco de Inglaterra, de modo que si el valor de éstos se depreciaba (en forma de subidas de precios) también lo hacía el de las guineas.

De hecho, en 1711, uno de los autores de los que hablaremos a continuación, Lord Peter King, trató de discriminar entre las guineas y los billetes el Banco de Inglaterra –pues recordemos que estos últimos no eran divisa de curso legal– y exigió a sus inquilinos que le pagaran en "dinero legal y de calidad de Gran Bretaña", entendiendo por tal guineas o billetes del Banco con un valor nominal idéntico al del oro que contenían las guineas. Inmediatamente después de exigirlo, el Parlamento inglés convirtió en medio de pago de curso legal a los billetes del Banco. No había opción, pues, de que el valor del oro aprisionado en las guineas pudiera prevalecer; y, a la hora de la verdad, lo que terminó sucediendo es lo que ya estudiamos en la lección 1 que acaecía tras un debilitamiento de la moneda: que la moneda mala (el billete del Banco) expulsó de la circulación a la moneda buena (la guinea) por cuanto el Gobierno establecía un idéntico valor nominal que el mercado no les reconocía. El público se limitó a atesorar las guineas, a la espera de mejores tiempos, o directamente a exportarlas burlando las prohibiciones (pues en el extranjero sí podían refundirse, regresando a Gran Bretaña en forma de lingotes de oro con un valor nominal muy superior).

Pero la inconvertibilidad de los billetes del Banco no sólo provocó que el valor nominal del oro se elevara por encima del valor fijado por la Casa de la Moneda, sino que otros anómalos fenómenos se sucedieron. El primero es que los tipos de cambio, que como ya estudiamos en la lección 3 deberían quedar determinados entre los puntos oro, comenzaron a fluctuar sostenidamente más allá de estos límites: dado que el precio de mercado del oro en bruto había aumentado con respecto al valor nominal de su forma amonedada, la cantidad de libras que podía comprar el oro extranjero traído a Inglaterra variaba con la evolución del precio de mercado del oro en bruto. Por otro lado, el segundo fenómeno anómalo fue que la subida generalizada de precios que se había desatado con la guerra y las monetizaciones de deuda pública por parte del Banco de Inglaterra no hicieron más que acelerarse: antes de suspender la convertibilidad de 1797, la mayor inflación que llegó a acumularse fue de en torno al 20%; en 1801, ya superaba el 60%.

La marcada correlación entre suspensión de la convertibilidad y la cada vez más acelerada subida de precios desató un debate entre los distintos economistas y políticos dirigido, fundamentalmente, a responder tres preguntas: a) ¿se han depreciado los pasivos del Banco de Inglaterra tras la suspensión de la convertibilidad?; b) ¿es posible que un banco regule adecuadamente sus emisiones de billetes si estos no son convertibles en oro?; y c) ¿cuál debe ser la solución a toda la problemática anterior?

Tradicionalmente se han agrupado a los participantes en este debate en dos grandes grupos: los bullionistas, quienes en esencia sostuvieron que los pasivos del Banco se habían depreciado como consecuencia de su sobreemisión toda vez que la obligación de convertirlos en oro ya no limitaba la actuación de sus directores; y los antibullionistas, quienes afirmaban que los billetes del Banco no habían experimentado depreciación alguna gracias a la diligente gestión de su equipo directivo y que las subidas de precios eran atribuibles por entero a las escaseces propias de la guerra, a las sequías y a otros factores no monetarios. Sin embargo, a mi juicio semejante clasificación simplifica en exceso las posturas existentes dentro de la corriente bullionista, de ahí que proponga dividir ésta en dos clases: el bullionismo radical, para quienes los billetes del Banco se depreciaron únicamente debido al incremento de su oferta, siendo su convertibilidad en oro un mero mecanismo para limitar su expansión cuantitativa; y el bullionismo moderado, para quienes la depreciación del papel moneda podía responder tanto a incrementos de su oferta como a hundimientos de su demanda, siendo su convertibilidad el único mecanismo que permite su adecuada regulación cuantitativa *y cualitativa*.

Los mayores exponentes del bullionismo moderado fueron Lord Peter King, William Huskisson y, con algunas matizaciones, Henry Thornton, si bien también tendremos ocasión de analizar las opiniones de Walter Boyd, Francis Horner y Robert Mushet, así como los comentarios vertidos en el informe parlamentario que analizó esta cuestión (el famoso *Bullion Report* de 1810, coescrito por Huskisson, Thornton y Horner). El mayor exponente del bullionismo radical fue el economista más mediático de este período: David Ricardo; si bien también habrá que tomar en consideración los escritos de John Wheatley. Y, por último, entre los antibullionistas analizaremos a Charles Bosanquet, Nicholas Vansittart, Robert Torrens, Francis Baring, Henry Boase, Francis Perceval Eliot y los hermanos Attwood.

1. ¿Se depreció la libra de papel?

Aunque a comienzos del s. XIX no se contaba con ningún índice general de precios que pretendiera medir su evolución, sí estaba muy extendida la razonable sensación de que la práctica totalidad de los precios de la economía habían experimentado una sostenida e importante subida, sobre todo a partir de la suspensión de pagos del Banco de Inglaterra. La cuestión a dilucidar, por tanto, no era si los precios estaban subiendo, sino por qué lo estaban haciendo. Al cabo, todo precio es el resultado de dos valoraciones –la de la mercancía y la del medio de pago empleado–, de modo que puede incrementarse tanto porque la mercancía se vuelva más valiosa cuanto porque el medio de pago se vuelva menos valioso. Los bullionistas, tanto los radicales como los moderados, consideraban que en esencia la escalada de precios se debía a la depreciación del billete inconvertible del Banco de Inglaterra, mientras que los antibullionistas defendían que todos los bienes se habían vuelto más caros debido a su escasez en tiempos de conflicto bélico y que no podía haber depreciación de los billetes debido a que todo aumento de su oferta había venido de un paralelo incremento de su demanda.

Por su parte, dentro de los bullionistas las diferencias eran más acusadas de lo que la historiografía posterior ha llegado a reconocer. Por un lado, los bullionistas radicales consideraban que la depreciación se debía exclusivamente al exceso de emisiones del Banco de Inglaterra, pudiéndose medir con precisión el grado de esa depreciación a partir tanto del sobreprecio del oro con respecto a su valor nominal fijado por la Casa de la Moneda y cuanto del hundimiento del tipo de cambio por debajo del punto de exportación del oro. Por otro lado, los bullionistas moderados sostenían que la depreciación podía venir por dos vías: o bien de un exceso de billetes o bien del descrédito de los billetes existentes; además, entendían que el sobreprecio del oro o la caída del tipo de cambio eran simples indicios de la depreciación de los pasivos del Banco de Inglaterra y no su medición exacta, pudiendo además coincidir esta con cambios en el valor de las mercancías por causas no monetarias (la guerra, por ejemplo). En suma, la diferencia fundamental entre los bullionistas radicales y los moderados es que los primeros se fijaban exclusivamente en la oferta de moneda para determinar su valor mientras que los segundos también ponderaban los efectos de la demanda de moneda. A su vez, los antibullionistas, si bien consideraban posible una depreciación por sobreemisión, creían que ésta estaba gobernada y regulada esencialmente por la demanda.

Tal como ya comentamos, los bullionistas moderados más importantes fueron Lord Peter King, William Huskisson y Henry Thornton. El primero explicitó en su *Thoughts on the Effects of the Bank Restrictions*(1804) que: "Cuando la obligación de pagar en moneda se suspende, los billetes no retienen ningún valor determinado, sino que corren el peligro de depreciarse debido a dos causas distintas: una, la falta de confianza por parte de los

ciudadanos; la otra, el inadecuado aumento de su cantidad". En esto, por ejemplo, los bullionistas moderados coincidían con algunos antibullionistas, como Nicholas Vansittart, quien su discurso ante el Parlamento del 7 de mayo de 1811 también reconocía que "existen dos tipos de depreciación completamente distintos (…) La depreciación por descrédito y la depreciación por exceso"; o con el también antibullionista Robert Torrens, quien en *An Essay on Money and Paper Currency* (1812) afirma que: "Existen tres causas que operan individual o conjuntamente a la hora de depreciar el medio de circulación: el pánico, la circulación excesiva y el rumbo desfavorable del tipo de cambio". Frente a esta visión más rica de las interacciones monetarias, los bullionistas radicales concentraron su obsesión en las variaciones de la cantidad. Por ejemplo, en su libro *Remarks on Currency and Commerce* (1803), John Wheatley escribe: "El incremento en la cantidad de moneda mediante el papel tiene que causar una reducción del valor del dinero, mediante su circulación, idéntica a la del incremento de la moneda en especie". Asimismo, David Ricardo, en su muy célebre *Respuesta al Sr. Bosanquet* (1811) es todavía más explícito y afirma que: "No puede existir depreciación del dinero que no proceda de su exceso: por muy envilecida que esté una moneda, será capaz de preservar su valor nominal siempre que no haya demasiada (es decir, se intercambiará según el valor intrínseco que debería contener) (…) Nada puede incrementar el precio del oro por encima del valor nominal de la Casa de la Moneda que el exceso de circulación de moneda o de papel".

Es cierto que en algunas otras partes de su obra Ricardo parece ser consciente de que la demanda también puede jugar un papel en la depreciación de la moneda; por ejemplo, también en el apéndice de su *Respuesta al Sr. Bosanquet* afirma: "No conozco de ninguna causa, salvo el exceso de emisiones, o la falta de confianza en el papel (que estoy seguro de que no existe), que pueda generar los efectos que hemos presenciado durante un considerable período de tiempo". Sin embargo, como ya tendremos ocasión de comentar más extensamente, ni Ricardo ni Wheatley permitieron que las implicaciones de la demanda de dinero (por ejemplo, de la confianza en el dinero) permearan su análisis monetario –algo que sí sucedía dentro del antibullionismo y del bullionismo moderado– y siempre terminaban retorciendo su argumentación para explicar las subidas de precios en exacta proporción al aumento de la oferta de papel moneda. Por ejemplo, en *Reports from the Secret Committee on the expediency of the Bank resuming cash payments* (1819), Ricardo afirma que: "Creo que existe una tendencia a [que los precios se reduzcan en una proporción aritmética exacta a la reducción de la circulación], aunque no actúa exactamente de un modo tan bonito".

Ahora bien, en la práctica ningún economista inglés de ninguna de las tres corrientes se atrevió a poner en duda el crédito del Banco de Inglaterra (quizá sólo Lord Peter King por la vía de los hechos, al rechazar el pago de sus inquilinos en billetes y exigir monedas de oro); probablemente, la muy reciente experiencia continental de papel moneda caído en el descrédito y en la hiperinflación (el esquema monetario de John Law y los más próximos asignados franceses) los condujo a querer diferenciar los billetes inconvertibles pero razonablemente bien gestionados del Banco de Inglaterra de las aventuras alocadas e inflacionistas de los gobiernos europeos. Por ejemplo, Walter Boyd, el primer bullionista moderado en denunciar los perversos efectos de la inconvertibilidad en su *A Letter to the Right Honourable William Pitt on the Influence of the Stoppage of Issues in Specie at the Bank of England on the Prices of Provisions and other Commodities*(1801) rápidamente matizó que: "Nunca he pretendido dudar, mucho menos socavar, sobre la solvencia del Banco". Vansittart también aclaró, después de considerar la posibilidad de la depreciación por descrédito, que "no tengo ningún miedo en pronunciar esta palabra porque nuestra situación es completamente diferente a la de cualquier otro país que haya pasado por estas calamidades". Asimismo, Henry Thornton, tras exponer, en *Crédito papel: una investigación sobre la naturaleza y los efectos del crédito papel de Gran Bretaña* (1802), las consecuencias

que ciertamente había jugado la demanda de dinero sobre el valor del papel moneda continental (“la expectativa de los ciudadanos del continente es, por lo general, a que el papel, que se está depreciando de valor, sólo dejará de caer o subirá poco durante los buenos tiempos, y esta expectativa sirve para acelerar la velocidad de su depreciación”), inmediatamente reafirmó que tal peligro no resultaba aplicable a las emisiones del Banco de Inglaterra: “Al decir que el valor de los billetes del banco no depende de su crédito, sino de su cantidad, deseo afirmar que su crédito, en la medida en que afecta a su valor, siempre es bueno, y que las fluctuaciones normales de su precio, a cambio de bienes y de lingotes de oro, de ninguna manera son atribuibles a las variaciones en el grado de confianza depositado por los ingleses en la buena fe o en la solidez del Banco de Inglaterra”.

Hechas estas aclaraciones, hay que señalar que el argumento esencial que empleaban los bullionistas para demostrar que gran parte de la subida de precios se debía a un papel moneda depreciado era que, por mucho que escasearan las mercancías, no había razón alguna para que el precio de mercado del oro en bruto se elevara por encima del valor nominal fijado por la Casa de la Moneda ni para que el tipo de cambio se depreciara por debajo del punto de exportación del oro: es decir, que si el problema fuera sólo de escasez de mercancías, como afirmaban los antibullionistas, ello no debería haber afectado al precio del oro. William Huskisson, en *The Question Concerning the Depreciation of Our Currency Stated and Examined* (1810), recurrió a seis “indisputables” proposiciones para demostrar que la libra de papel sí se había depreciado:

1. Una libra troy, o doce onzas de oro, se dividen por ley en 44,5 guineas o en £46 14s. 6d (…) 3. Una libra troy de oro, por tanto, equivale a £46 14s. 6d, siendo en realidad la misma cosa pero con distintos nombres. Por ello, cualquier crédito circulante que dé derecho a £46 14s. 6d debería, por ley, ser intercambiable por una libra troy de oro (…) 5. La ley de 1797 no pretendía disminuir la cantidad de oro que permite obtener una cierta cantidad de crédito circulante, sino sólo suspender, por un tiempo, la opción de intercambiarlos. 6. Pero como una cantidad de papel que hoy represente £46 14s. 6d sólo es capaz de obtener 10,5 onzas de oro, teniendo una libra troy de oro un precio de £56 (…) se sigue que la diferencia entre £56 y £46 14s. 6d, o entre 12 y 10,5 onzas de oro, es consecuencia de la depreciación del papel.

El argumento de Huskisson fue exactamente el mismo que utilizó el comité parlamentario encargado de estudiar la cuestión y que publicó sus conclusiones en el celebérrimo *Bullion Report* (1810):

Una onza de metal de oro estándar no se venderá en el mercado por más de £3 17s. 10,5d. a menos que, en nuestra divisa actual, £3 17s. 10,5d. equivalgan a menos de una onza de oro. Un incremento o disminución de la demanda de oro, o lo que viene a resultar en lo mismo, una reducción o un incremento de la oferta de oro, poseerá indudablemente un efecto apreciable en los precios de todas las otras mercancías. Una mayor demanda de oro, y una consecuente escasez de este artículo, lo volvería más valioso en relación con los demás; la misma cantidad de oro sería capaz de comprar una mayor cantidad de otros bienes que antes; en otras palabras, el precio real del oro, o la cantidad de mercancías por las que es

intercambiable, aumentaría y los precios del resto de mercancías caerían; [pero] el precio del oro no se vería afectado, sino que serían los precios del resto de mercancías los que caerían. Esto no tiene nada que ver con la situación actual: los precios de todas las mercancías han subido y el precio del oro también ha subido con ellas. Si ambos fenómenos hay que adscribirlos a una misma causa, ésa sólo cabrá encontrarla en la situación de la divisa del país.

Los antibullionistas contraargumentaron que, tras la suspensión de la convertibilidad, los lingotes de oro habían pasado a ser una mercancía más (que podía encarecerse o abaratarse según su escasez relativa), por lo que su sobrevenida escasez justificaba su encarecimiento sin necesidad de pensar en una depreciación del papel moneda. Sin embargo, en este punto Ricardo sí fue lo suficientemente rotundo y acertado como para frenar que el argumento tuviera mucho recorrido; tal como escribió en 1809 dentro de su *Primera respuesta a 'el amigo de los billetes de banco'* (el pseudónimo de Hutches Trower): "Ninguna escasez de oro, por grande que sea, puede elevar el precio de mercado del oro por encima del valor nominal de la Casa de la Moneda, a menos que éste se mida mediante una moneda depreciada". Como más tarde recogería el *Bullion Report* en el fragmento ya citado: si la demanda de oro aumentaba, lo que sucede es que los precios caen, no que el precio del oro sube. En honor a la verdad, sin embargo, hay que reconocer que, si se produjese un pánico para remitir lingotes de oro al extranjero, podría darse circunstancialmente un sobreprecio de los lingotes sobre los de la moneda sin que hubiese depreciación alguna en su valor, pero, desde luego, éste sería más una anomalía que requería de explicación que un fenómeno corriente del que nadie debiera sorprenderse.

Cortado en seco esa línea argumental, los antibullionistas trataron de blindarla de tan flagrante crítica dándole un giro a su razonamiento: el patrón monetario del país no es el oro, sino una unidad de cuenta abstracta como es la libra; antes de la inconvertibilidad, la libra se materializaba en el oro, pero tras ella dejó de hacerlo, de modo que no tenía mucho sentido medir la depreciación de la moneda en función de un bien que, como el oro, había sido desmonetizado. Charles Bosanquet aseveró en sus *Practical Observations on the Report of the Bullion-Committee* (1810): "[En 1797] el legislativo de este país determinó que los billetes del Banco de Inglaterra serían el medio para satisfacer las deudas y para pagar impuestos en beneficio del acreedor público: ellos se han convertido incuestionablemente en la medida del comercio, en la unidad de cuenta". Pero el economista que más hincapié hizo en esta argucia fue Francis Perceval Eliot en su libro *Observations on the Fallacy of the Supposed Depreciation of the Paper Currency of the Kingdom with Reasons for Dissenting from the Report of the Bullion Committee* (1811): "Existe un fallo fundamental en el argumento del Sr. Huskisson: considera que la guinea es la medida y el estándar de valor, de manera que los billetes del Banco son sólo un signo representativo de la guinea o incluso algo peor que eso. Yo, por el contrario, afirmo que la única medida nacional de valor es la libra esterlina en su forma de unidad de cuenta, y ya lo era antes de que la guinea se transformara en moneda (…) Sólo aquello que posee un valor invariable puede convertirse en la unidad de cuenta ideal: una que no está formada por de materiales sustanciales y, por tanto, variables". Huskisson, por el contrario, tomaba claramente partido por que el oro, y no una libra abstracta, constituía el valor monetario del país: "¿Cuál es nuestro patrón monetario: el papel del Banco o el oro? (…) Si es el oro, como yo defiendo, entonces un billete de una libra debería poder intercambiarse por 20 de las 21 partes de la cantidad de oro que contiene una guinea, y todos reconocemos que hoy no es posible. Bajo ese prima, que el papel del Banco se ha depreciado es algo innegable".

La discusión podría haber caída en punto muerto de no haber sido porque Ricardo resaltó el fallo básico de este razonamiento circular en su *Respuesta al Sr. Bosanquet:* "Los billetes del Banco son, según este hombre *práctico* [Bosanquet], el único patrón por el que se puede medir la depreciación de los billetes del Banco". Ciertamente, afirmar que los billetes del Banco no se habían depreciado por cuanto su valor legal seguía siendo el mismo antes y después de la inconvertibilidad era una simple petición de principios que no resolvía la cuestión: un billete no se puede depreciar con respecto a sí mismo. Rechazando el oro como patrón monetario, habría sido más sincero reconocer, por parte del antibullionismo, que no contaban con ningún criterio para medir la depreciación del papel moneda antes que apelar a la propia inmutabilidad del papel moneda para demostrar, de manera autorreferencial, que no se había depreciado.

Sucede que la discusión sobre cuál seguía siendo el estándar monetario del país sí resultaba de enorme importancia, aunque no por las razones aducidas por Ricardo, para quien la única ventaja de un patrón monetario era limitar la cantidad de moneda (como sintéticamente afirmó en 1816 en sus *Propuestas para una moneda económica y segura*: "El único uso que tiene un patrón monetario es regular su cantidad y, a través de su cantidad, el valor de la moneda"). Si la cuestión de qué patrón monetario empleaban los ciudadanos ingleses así como los ciudadanos extranjeros al relacionarse con Inglaterra resultaba relevante era porque tanto la demanda de oro cuanto la demanda de los billetes del Banco de Inglaterra se ven alteradas de un modo esencial cuando hay un cambio en ese patrón. Por un lado, si el oro deja de emplearse como patrón monetario por los agentes económicos, su demanda se desestabiliza: el público deja de atesorarlo para efectuar intercambios (en el presente o en el futuro) y se limita a demandarlo o bien como activo refugio o bien como activo especulativo. Por otro, la demanda de papel moneda también se vuelve potencialmente mucho más inestable si su valor no se halla ligado al oro: su demanda como depósito de valor prácticamente se esfuma y la demanda de corte especulativo (dirigida a anticipar los múltiples factores políticos, económicos o sociales que influyen directamente sobre su valor) se dispara. En ambos casos, pues, podríamos tener incrementos del precio del oro que no indicaran necesariamente una depreciación del papel moneda o, al menos, una depreciación por la sobreemisión del papel moneda. Simplemente, la demanda del papel y la del oro siguen direcciones opuestas y se emplean para propósitos distintos, con lo cual el precio del oro no tiene por qué ser el mejor indicativo de la mala o de la buena regulación de las emisiones del papel moneda.

En el caso que nos ocupa, sin embargo, es razonable suponer que, tal como indicaban los bullionistas moderados, el oro sí seguía siendo el patrón monetario del país. La práctica totalidad de economistas de las tres corrientes y de políticos consideraban la inconvertibilidad de la libra como una medida excepcional que debería revertirse tan pronto como fuera posible. No se discutía el qué, sino el cómo y el cuándo: con qué precio se regresaría a la convertibilidad (si a la paridad original o a una más alta) y en qué momento (si inmediatamente o transcurridos muchos años). Pero todo el mundo que atesorara oro era más o menos consciente de que tarde o temprano sería capaz de utilizarlo para comprar libras de papel a un precio fijo (en el peor de los casos, a la misma paridad que en 1797) y todo el mundo que atesorara libras era más o menos consciente de que en algún momento sería capaz de comprar oro a un precio fijo (en el peor de los casos, con una prima moderada con respecto a la paridad de 1797). De ahí que la demanda de ambos activos no llegara a desacoplarse en ningún momento, salvo por las dudas y las especulaciones acerca del momento y de los términos en que se reanudarían los pagos; así, el oro jamás se apreció más de un 35% por encima de su valor oficial y una vez quedó claro que las guerras napoleónicas iban a terminar y, por tanto, no se tardaría mucho en restaurar la convertibilidad, la prima comenzó a reducirse de manera significativa. En suma, resulta razonable emplear el sobreprecio del oro

como un indicio, que no como una medición exacta, de que la libra de papel se había depreciado frente a un patrón monetario que seguía siendo el oro.

El otro gran indicador que permitía temer un envilecimiento del papel moneda era la depreciación del tipo de cambio. Por un lado, los bullionistas sostenían que una moneda sólo podía depreciarse por debajo de su punto de exportación de oro si esa moneda estaba, a su vez, depreciada con respecto al oro: si el coste de transportar y asegurar oro es del 5% pero la divisa estaba depreciada con respecto al oro un 7% (es decir, si el sobreprecio de mercado del oro es el 7%), los tipos de cambio podrían llegar a depreciarse hasta el 12% (nuevo punto de exportación del oro), y no hasta el 5%, como sucedía cuando el oro no cotizaba con prima (antiguo punto de exportación del oro); en circunstancias normales, un saldo exterior desfavorable tiene que desaparecer, ya que si la depreciación del tipo de cambio no basta para promover un reajuste de los patrones internos, en última instancia la salida de oro del país –tal como lo expuso Hume con su mecanismo flujo especie-dinero– terminará corrigiéndolo. Por otro lado, los antibullionistas eran herederos de la teoría de la balanza comercial de Thomas Mun (en realidad, habría que llamarla teoría de la balanza por cuenta corriente, pues eran conscientes de que no todo el saldo exterior dependía del componente comercial) y afirmaban que el tipo de cambio dependía fundamentalmente del saldo exterior de Inglaterra: la guerra había provocado privaciones internas que se compensaban con importaciones del exterior, de modo que era lógico que se mantuviera la sobredepreciación del tipo de cambio mientras las circunstancias subyacentes no cambiaran (mientras se siguiera importando por defecto mucho más de lo que se podía exportar).

Ciertamente, en esta rúbrica la posición antibullionista era más endeble que en el anterior y, de hecho, sus reflexiones sobre esta cuestión pecaban de desconocimiento, salvo en el caso de Robert Torrens. Como decía, la idea mayoritaria era que el tipo de cambio era un subproducto del saldo exterior. Así, Henry Boase, en su *A Letter to the Right Honorable Lord King* (1804) afirma que: "Estos indisputables hechos prueban indisputablemente que el tipo de cambio está gobernado por la balanza de pagos". Perceval Eliot, por su parte, afirmaba: "Que el precio de mercado del oro aumente y los tipos de cambio caigan no es nada extraordinario o inexplicable; es lo que naturalmente tiene que suceder cuando los pagos agrandados de una nación, que van más allá de la balanza comercial entre países, están decididamente en su contra". Pero ninguno se enfrentaba a la cuestión ya dilucidada décadas atrás por Cantillon y por Hume sobre cómo ese saldo deficitario exterior tiende a autocorregirse y cómo, por tanto, una moneda no depreciada es imposible que se mantenga sostenidamente más allá de su punto de exportación oro.

Pero los errores de los antibullionistas en materia de tipos de cambio no terminaban aquí. Otros autores también demostraron un pobre conocimiento sobre la materia. Por ejemplo, Charles Bosanquet pretendió demostrar, a partir de unas tablas de datos de Robert Mushet, que los tipos de cambio antes de la suspensión de la convertibilidad se situaban habitualmente por debajo del punto de exportación del oro. Sin embargo, el propio Mushet tuvo que rectificar posteriormente esas tablas –los datos eran parcialmente incorrectos– y Ricardo se encargó de demostrar que los cálculos que había efectuado Bosanquet para acreditar su posición eran incorrectos por basarse en esas tablas y no incluir todos los costes de trasladar el oro de un país a otro (por ejemplo, el coste del aseguramiento o de la acuñación de la moneda en el extranjero) o no tener en cuenta la variación del tipo de cambio exterior entre el oro y la plata (en la plaza internacional de Hamburgo, por ejemplo, el patrón monetario estaba basado en la plata). Por su parte, Nicholas Vansittart creía que el alza de precios internos de un país no podía causar un empeoramiento de su saldo exterior y por tanto un empeoramiento de su tipo de cambio, sino más bien al contrario: "Si, como consecuencia del aumento de precios, las exportaciones terminaran reduciéndose, los cambios podrían, al cabo

del tiempo, empeorar; pero hasta que ello suceda (al contrario de lo que afirma el Comité), es evidente que el efecto de un incremento de los precios debe ser el de incrementar, y no el de deprimir, los cambios; pues una cantidad dada de bienes exportados representará más valor que antes y por tanto tenderá a revertir el saldo de pagos a nuestro favor". Obviamente, Vansittart no aclaraba por qué el consumidor exterior no podía interrumpir de inmediato sus compras a Inglaterra, empeorando ipso facto sus cambios; se limitó a afirmar que si el consumidor extranjero se negase a comprar los bienes encarecidos, el exportador debería proporcionárselos a los precios previos al encarecimiento y que por esa vía no se afectaría a los cambios.

La teoría antibullionista de los cambios externos tenía, sin embargo, una virtud: reconocía que no todas las alteraciones de los tipos de cambio tenían que provenir de alteraciones en los precios internos de un país; sus defectos derivaban, claro, de no reconocer el papel que sí jugaban sobre los cambios de los precios internos debido a una inflación monetaria en el interior. Precisamente, este será el punto que nuevamente separe las posturas de los bullionistas radicales y las de los bullionistas moderados: mientras que Wheatley y Ricardo insistirán en que la depreciación se deberá a un incremento de la oferta monetaria interna que eleve los precios internos y que, por el mecanismo flujo especie-dinero, tenderá a elevar las importaciones de los más baratos bienes extranjeros (depreciando así el tipo de cambio), los bullionistas moderados, y muy en particular Henry Thornton, contemplarán la posibilidad de que no todas las alteraciones de los cambios tengan ese origen. Ciertamente, este debate sobre los tipos de cambio entre bullionistas moderados y radicales resulta de mucho más enriquecedor y mucho más relevante de cara al futuro que las inconexas y frágiles reflexiones de los antibullionistas.

John Wheatley, quien comenzó a publicar unos años antes que Ricardo, basaba su teoría sobre la distribución internacional de metales en el mecanismo flujo especie-dinero de Hume. A su entender, dentro de un país sólo puede circular una determinada cantidad de moneda (sea oro, pasivos convertibles en oro o pasivos inconvertibles) que resulte proporcional a la que circula en otros países: si un país incrementa demasiado su circulación interna, sus precios internos (incluyendo el precio de mercado del oro) se elevarán y su tipo de cambio se depreciará, por lo que comenzará a exportar oro (a importar bienes del extranjero); si cae demasiado, los precios internos (incluyendo el precio de mercado del oro) se abaratarán y el tipo de cambio se apreciará, de manera que comenzará a importar oro (a exportar bienes al extranjero): "Ninguna nación puede poseer una mayor cantidad relativa de moneda que otra (…) Siendo esto así, se sigue como consecuencia natural que ninguna nación puede poseer mayor o menor divisa que la justa según su proporción; y esa proporción viene determinada por aquella cantidad de divisa que permite hacer circular sus mercancías a la par con otras naciones extranjeras". Contrástese esta visión excesivamente rígida y mecanicista sobre proporciones "justas" de divisas con las afirmaciones que realizaba un bullionista moderado como Lord King: "Es evidente que la cantidad de medios circulantes que necesita una economía según su riqueza e industria no es una cantidad fija, sino una fluctuante e incierta que depende de una gran variedad de circunstancias y que puede disminuir o aumentar por el mayor o menos grado de seguridad, empresa y mejoras comerciales".

Pero fue Henry Thornton quien, dos años antes (en 1802, en su libro *Crédito papel*), había hecho más por socavar la visión mecanicista de Wheatley al plantear que, más allá de las alteraciones en los tipos de cambio que puedan originarse por los alteraciones internas en la cantidad de medios de pago (en la "oferta monetaria"), también podían darse alteraciones en los cambios que, aunque con carácter transitorio, se derivaran de fluctuaciones en la demanda monetaria (el grueso del análisis de Thornton fue asimilado años más tarde por el antibullionista Robert Torrens). Thornton se plantea en su libro qué sucede cuando, por

ejemplo, Inglaterra vive una época de malas cosechas que la obligan a incrementar sus importaciones de cereales desde el extranjero, generando un saldo exterior deficitario:

Tal como lo entiendo, es muy posible que el exceso de papel moneda, si hemos de llamarlo así, sea sólo un exceso sobre una cantidad muy baja y reducida a la que necesariamente se ha hecho descender a fin de prevenir la existencia de un exceso del precio de mercado del oro sobre su precio de acuñación. En consecuencia, creo que si ese exceso surge como consecuencia de una balanza comercial desfavorable, y en un momento en el que no ha habido una emisión extraordinaria de billetes, puede considerarse correctamente como un exceso originado por esa balanza desfavorable, aunque se trate de un exceso que la reducción de billetes tiende a curar. La explicación correcta del caso anterior es la siguiente: en momentos en que existe una balanza comercial muy desfavorable (producida por ejemplo por unas malas cosechas), un país tiene necesidad de recibir grandes suministros de grano extranjero, pero, o en ese momento no tiene manera de entregar una cantidad suficiente de bienes a cambio o, lo que es más probable y más aplicable al caso inglés, los bienes que el país de la balanza comercial desfavorable puede suministrar para cancelar su deuda no tienen tanta demanda en el extranjero como para ofrecer un precio tentador o admisible (…) Con el objeto de impeler al país que tiene la balanza favorable a que acepte todos sus pagos en mercancías, y ninguna parte en oro, se deberá cumplir no sólo con el requisito de que los bienes no sean caros, sino que habrá que darlos incluso a precios extremadamente baratos. Por consiguiente, si lo que intenta el Banco es impedir que el oro salga del país como parte del pago de una balanza desfavorable, será necesario no sólo que no incremente sus billetes, sino que tal vez deba disminuirlos en gran medida. Si el Banco procede esta manera, entonces surgirán esas otras cuestiones que el Dr. Smith deja totalmente fuera de su consideración; es decir, si el Banco, en su intento de generar ese precio tan bajo y dadas las circunstancias en las que se encuentra Gran Bretaña, no habría de hundir excesivamente el comercio y desalentar tanto la industria como para perjudicar, tal como hemos descrito, esas fuentes que permiten retornar nuestra riqueza en las que debemos confiar especialmente para restaurar nuestra balanza comercial y para que el flujo de oro regrese a Gran Bretaña (…) Por esta razón, es posible que la verdadera política y el deber del Banco sea permitir, por un tiempo y hasta cierto punto, una continuación de un cambio desfavorable que hace que el oro abandone el país y que se drene de sus propias tesorerías, y en tal caso deberá necesariamente incrementar sus descuentos en la misma medida en que su oro disminuye".

Dentro de este hondo pensamiento de Thornton surgen varios temas que tendremos ocasión de desarrollar en los siguientes epígrafes: si el normal funcionamiento de una economía pasa por tensionar en todo momento su liquidez sin contar con un mínimo amortiguador crediticio (debate entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria) o cuál debe ser el papel del banco

central ante tales tensiones de liquidez (debate entre los partidarios de la banca central y los de la banca libre). Pero para el asunto que nos ocupa, Thornton revela un hecho fundamental: la depreciación de los tipos de cambio no sólo se debe a un incremento de la oferta de medios de pago internos, sino que también puede deberse a un aumento de la demanda de medios de pago extranjeros (y, al revés, la apreciación del cambio puede deberse a una restricción de los medios de pago internos o a un aumento de su demanda extranjera). A su vez, si el tipo de cambio puede depreciarse y encarecer unas mercancías extranjeras importadas, habrá precios internos (que en ocasiones pueden ser muy numerosos) que aumentarán sin que los medios de pago internos se hayan incrementado. De este modo, Thornton invierte el proceso causal al que se adscriben los bullionistas radicales: de una cadena causal donde el aumento de los medios de pago internos incrementa los precios internos y éstos terminan depreciando el tipo de cambio exterior se pasa a otra donde los fluctuaciones en la demanda de los medios de pago externos deprecian el tipo de cambio y éste hace aumentar los precios internos. No es que Thornton rechace la primera de esas cadenas causales (de hecho la considera muy común) sino que añade otra que el bullionismo radical no se dignó a considerar.

Fue David Ricardo quien le intentó dar réplica a Thornton en su artículo *The High Price of Bullion* (1810). El propósito de Ricardo en este artículo es equipar a efectos analíticos los cambios en la demanda internacional de medios de pago con el incremento en la oferta interna de esos medios de pago, de manera que al final toda depreciación sea reconducible a las fluctuaciones de la oferta monetaria. En este sentido, Ricardo acuña el concepto de “exceso relativo” para referirse a aquellas situaciones en las que un súbito hundimiento de la producción interna o un súbito incremento de la demanda de productos exteriores (fruto ambas de, por ejemplo, malas cosechas internas) vuelva redundante una parte del stock monetario interno, previo a ese cambio súbito de las condiciones económicas:

Por muy grande que sea la escasez de cereales, la exportación de dinero quedaría limitada por su creciente escasez. El dinero es tan ampliamente demandado y, en el estadio actual de la civilización, es tan fundamental en las transacciones comerciales que nunca se puede llegar a exportar en exceso; incluso en una guerra como la actual, en la que nuestros enemigos intentan restringir todo comercio con nosotros, el valor que la divisa iría adquiriendo por su creciente escasez evitaría que fuera exportada hasta el punto de desaparecer de la circulación.

El Sr. Thornton no nos ha explicado por qué debería existir un rechazo en el país extranjero a recibir nuestros bienes a cambio de sus cereales; y, además, también debería demostrar por qué, en caso de que ese rechazo sí exista, nosotros debemos ceder y consentir en entregarles parte de nuestra moneda.

Si aceptamos entregar moneda a cambio de bienes es por nuestra elección y no por necesidad. No escogeríamos importar más bienes de los que exportamos si no tuviésemos una redundancia de moneda, que por tanto constituye parte de nuestras exportaciones. Si exportamos moneda es porque nos resulta barato hacerlo, y por tanto no es el efecto sino la causa de un saldo exterior deficitario: no la exportaríamos si no la remitiéramos a un mercado mejor o si poseyéramos alguna mercancía que pudiésemos exportar de un modo más rentable. Es una salida adecuada para una moneda redundante; y si, como ya nos hemos encargado de demostrar, la

redundancia o el exceso es sólo un término relativo, se sigue que la demanda extranjera de moneda sólo surge de una carestía comparativa de divisa en el país importador, lo que le confiere allí su superior valor.

Fijémonos en que el planteamiento ricardiano es profundamente tramposo, por cuanto pretende confundir las consecuencias de un incremento de la oferta de un bien con las consecuencias de una reducción de su demanda. Ciertamente, como señala Ricardo, ambos fenómenos tenderán a generar un excedente invendido de la mercancía en cuestión que, a su vez, provocará reducciones en su precio (que en el caso del dinero se traduciría en un aumento interno de precios y en una depreciación de su tipo de cambio). Pero que el efecto de ambos fenómenos sea el mismo no significa que ambos fenómenos traigan las mismas causas; sobre todo si el propósito de esa identificación es erradicar del análisis los posibles cambios en la demanda del dinero y reducirlo todo a las variaciones de la oferta.

Por ejemplo, cuando Ricardo describir el proceso por el que los tipos de cambio tienden a depreciarse, no sólo se limita a emplear un ejemplo donde claramente aumenta la oferta de medios de pagos sino, sobre todo, un ejemplo donde la demanda de esos medios de pago está completamente ausente:

Si en alguno de estos países se descubriera una mina de oro, el valor de su moneda se reduciría como consecuencia del incremento de la cantidad circulante de los metales preciosos; el oro y la plata dejarían de tener el mismo valor en todos los países y, ya fuera en forma de lingotes o de moneda, se convertirían en artículos de exportaciones siguiendo las mismas leyes que regulan todas las otras mercancías; dejarían el país donde son baratas y se dirigirían a aquellos países donde son caras (…) Si en lugar de descubrir una mina en alguno de estos países, se creara un banco que, como el Banco de Inglaterra, tiene el poder de emitir billetes que actúen como medio de cambio, se seguirían los mismos efectos que en el caso de la mina, toda vez que este banco incrementara considerablemente sus emisiones –ya sea por la vía de préstamos a los mercaderes o de adelantos al gobierno– y añadiera una gran cantidad de medios de pago a la circulación. El medio de cambio perdería valor y los bienes experimentarían un encarecimiento proporcional. El equilibrio entre esta nación y las restantes se restablecería mediante la exportación de parte de su moneda de oro.

Como decimos al comienzo, Ricardo, siguiendo los planteamientos de Wheatley, reduce los movimientos internacionales de metales preciosos a los cambios de precios relativos de las distintas mercancías internacionales, derivados a su vez de una alteración de la oferta relativa de medios de pago. Pero en tal caso es incapaz de incorporar dentro de su cambio analítico movimientos de oro que no tengan una base real, sino que se encuadren dentro de lo que hoy llamaríamos balanza de capital o balanza financiera: por ejemplo, los movimientos monetarios dirigidos a arbitrar los diferenciales internacionales de las tasas de ganancia o a anticipar las devaluaciones o revaluaciones de las distintas divisas; fenómenos que en la lección 10 analizaremos que pueden jugar una muy importante influencia en la determinación del tipo de cambio y, por esta vía, de los precios internos.

En suma, como decíamos, el análisis de Ricardo supone dar una preponderancia casi absoluta a la oferta sobre la demanda de dinero. En el párrafo anteriormente enlazado esto es especialmente visible, pues la demanda ni siquiera existe; en otros escritos, Ricardo sí

considera explícitamente la demanda monetaria, pero sólo en su sentido agregado (con el propósito de aproximarse a su exceso relativo de dinero). La teoría ricardiana no permite discriminar entre creación sanas e insanas de moneda, lo cual supone toda una marcha atrás con respecto a la concepción smithiana: recordemos que según la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith, los bancos (incluyendo el Banco de Inglaterra) sólo deberían descontar promesas de pago que hubiesen nacido de la comercialización bienes de consumo presentes a punto de ser adquiridos por los consumidores. En tal caso, resultaba imposible desligar la oferta del medio de pago de su demanda de transacción, ya que el medio de pago es ofertado por el banco en el momento en que es demandado con el propósito de perfeccionar la distribución de los bienes de consumo ya producidos. La mayor oferta de medios de pago, pues, va de la mano de una mayor demanda de los mismos y, también, de una mayor oferta de bienes de consumo; todo lo cual evitaba la ricardiana "redundancia relativa de medios de pago", así como sus efectos en forma de reducción de valor y de exportación de oro.

De hecho, reducir todo el debate entre bullionistas y antibullionistas acerca de la depreciación de los billetes del Banco de Inglaterra a un simple análisis sobre la evolución de la *cantidad* total de estos billetes habría muy probablemente decantado la victoria hacia el lado antibullionista. No en vano, dos años después de que Walter Boyd denunciara en su panfleto ya citado la política inflacionista de un Banco de Inglaterra que ya no se hallaba sometido a la obligación de convertir sus billetes en oro, fue replicado por el primero de los antibullionistas, Francis Baring, con el siguiente argumento: en sus *Observations on the publication of Walter Boyd* (1801), Baring aseguró que era imposible que los billetes del Banco fueran los principales responsables de la escalada de precios internos porque éstos apenas habían aumentado en cantidad: "Espero demostrar que las emisiones de papel del Banco jamás han excedido las necesidades o la conveniencia del público y que, por tanto, no han podido provocar ningún aumento de los precios (…) La cantidad media de billetes del Banco en circulación durante los tres años anteriores a 1795 fue de 11.975.573 libras (…) mientras que el 6 de diciembre de 1800 ascendían a 15.450.970 libras, una diferencia de 3.500.000 libras. Tal suma, en mi humilde opinión, es comparativa insignificante". Ciertamente, la correlación entre el número de billetes y el nivel general de precios resultaba realmente débil: en 1797 los billetes emitidos por el Banco eran un 18% inferiores a los que circulaban en 1792, mientras que los precios, siguiendo el índice de Jevons, eran un 18% mayores. Del mismo modo, en 1810 los billetes eran un 155% más abundantes que en 1797 y, en cambio, los precios crecieron mucho menos, un 50%. Y, por último, entre 1810 y 1819, el número de billetes aumentó un 20%, mientras que los precios cayeron casi un 30%.

Paradójicamente, fue David Ricardo –el gran marginador del papel de la demanda de medios de pago– quien en su *Respuesta a Bosanquet* ofreció la mejor réplica a este recurrente argumento antibullionista avanzado originalmente por Baring: "Por exceso [de oferta], el Comité ha de querer decir la diferencia entre la cantidad de billetes que en estos momentos circulan y la que emplearíamos si la libra recuperara todo su valor con respecto al oro (…) Cuando hablamos de un exceso de billetes nos referimos a la porción de las emisiones totales del Banco que se hallan en circulación pero que no se hallarían en caso de que fueran convertibles en metálico". Es decir, lo que importa realmente no es la cantidad que efectivamente circula, sino la diferencia entre la que circula y la que *debería circular*. Pero que deberían circular, ¿según qué criterio? La Doctrina de las Letras Reales era bien clara en ese sentido: medios de pago que deberían circular según su demanda sana, entendiendo como tal aquella que sea satisfecha con el descuento efectos comerciales autoliquidables.

Precisamente, la cuestión de fondo es que la cantidad total de medios de pago que deberían circular en una economía no es única: en cada momento, un sistema productivo puede funcionar, *con mayor o menor fluidez*, empleando cantidades muy distintas de medios de

pago. Así, estando parcialmente indeterminada la cantidad de medios de pago que pueden llegar a circular de manera sostenible, la cuestión no puede quedar estáticamente restringida a elementos meramente cuantitativos de la oferta monetaria agregada (cuál es la masa óptima de medios de pago) sino que deberá ampliarse al estudio de qué condiciones marco son las que permiten determinar endógenamente cuántos medios de pago que pueden circular sosteniblemente en cada momento según su demanda sana. Ése fue, justamente, el asunto que Lord Peter King le reprochó a Francis Baring pero cuya crítica es, en realidad, extensible a Ricardo:

Parece asumirse que existe una determinada proporción entre la riqueza y la industria de una sociedad y la cantidad de moneda, y que esa proporción puede conocerse y delimitarse (…) La idea de que existe esa proporción dada entre moneda y comercio es completamente falsa; solo hay una regla o patrón por el que podemos conocer la adecuada cantidad de circulante para un país: la demanda del público (…) Las causas que influyen sobre esa demanda son evidentemente tan complicadas que no pueden cuantificarse por ningún cálculo previo ni por ninguna teoría. De ahí que las reglas prácticas del Banco, que habitualmente se han supuesto como suficientes garantías frente al innecesario incremento de sus billetes, sean incorrectas para tal propósito.

Ahí reside el que en mi opinión constituye el debate central entre bullionistas moderados y antibullionistas; un debate en el que los bullionistas radicales, por su obsesión con la contención cuantitativa de la oferta monetaria, apenas pudieron efectuar aportaciones valiosas: para Ricardo, tal como veremos, la adecuada regulación monetaria no requería de la convertibilidad en oro de los pasivos bancarios, sino el ajuste de sus emisiones según el precio de mercado del oro; pero en esto sólo venía a adherirse a los mecanismos que el *Bullion Report* consideraba imperfectos e imprecisos para regular la moneda en un régimen de inconvertibilidad. Y, sin embargo, ese debate de fondo en el que Ricardo no entró o que apresuradamente despachó es, en última instancia, el que permite comprender por qué la inconvertibilidad de los pasivos del Banco de Inglaterra sí tuvo que dar lugar a una depreciación del papel moneda (tal como se infería del sobreprecio de mercado del oro y de la caída de los tipos de cambio) debido a una inadecuada regulación de sus emisiones.

2. ¿Es posible gestionar adecuadamente la emisión de pasivos bancarios sin que éstos sean convertibilidad en oro?

Como ya sabemos, prácticamente todos los economistas, bullionistas o antibullionistas, coincidían en que una divisa convertible en oro resultaba preferible a una no convertible. La diferencia fundamental entre ambos estribaba en que los bullionistas moderados reputaban la convertibilidad como una condición imprescindible para la sana emisión monetaria mientras que los antibullionistas la consideraban una garantía reforzada pero no fundamental. Casualmente, los bullionistas radicales tampoco caracterizaban la convertibilidad como una propiedad esencial, pero por motivos opuestos a los antibullionistas: mientras que éstos últimos creían que el Banco era capaz de autorregular sus emisiones de billetes prestando atención a la demanda genuina sobre las mismas, los bullionistas radicales opinaban que el Banco sí era capaz de regularlos controlando que su oferta no contribuyera a incrementar el precio de mercado del oro.

Como decimos, la idea antibullionista era, fundamentalmente, que la convertibilidad de los billetes en oro sólo actuaba como garantía reforzada. Según Vansittart: “Los pagos en oro no son la única garantía en contra del exceso de circulación, aun cuando concurra enfáticamente en que el sistema que más seguridad y ventajas proporciona a los intereses públicos es la circulación de oro y de papel moneda convertible en oro”. La verdadera garantía contra la sobreemisión estaba en la política de descuentos del Banco de Inglaterra: mientras éste se limitara a descontar efectos comerciales de origen real, la sobreemisión de billetes resultaba imposible, pues la mayor oferta de billetes iba de la mano de una mayor demanda. Por ejemplo, Perceval Eliot sostuvo que “mientras los directores del Banco se limiten a descontar letras de buena fe, sólo contribuirán a hacer el bien en la mayor parte de sus emisiones; y no tanto porque existan limitaciones sobre su poder de emitir billetes, sino porque los comerciantes, valiéndose de buenas letras, no pueden demandar mayor cantidad de billetes que la que puedan emplear provechosamente tanto para ellos como para el público”. Asimismo, Henry Boase insistía en que: “Siempre que la demanda ciudadana de medios de pago esté basada en necesidades reales del comercio, esos medios de pago no serán excesivos; es decir, siempre que las letras ofrecidas al descuento sean de una irreprochable seguridad y representen transacciones comerciales de buena fe”. O Robert Torrens: “Si los diferentes bancos se limitaran a descontar letras comerciales de calidad pagaderas a una fecha cierta y cercana, no se podría producir ninguna emisión excesiva ni ninguna depreciación del papel moneda. Pues toda letra descontada constituiría una demanda real por el medio circulante; y, mientras esa aumentada demanda subsistiera, el incremento de la oferta volvería al banco en forma de pago de la letra. Desde el banco se insertaría continuamente un flujo de medios de cambio en los canales de circulación; pero al mismo tiempo, un flujo de medios de cambio retornaría al banco desde los canales de circulación, de modo que éstos jamás se sobresaturaran”.

Ciertamente, a diferencia de lo que afirmaban los bullionistas radicales que, como Ricardo, comparaban la emisión de billetes de Banco con la producción minera de oro, los antibullionistas tenían claro que el Banco creaba billetes como préstamo reembolsable: tales pasivos no permanecían permanentemente en circulación, sino que debían refluir a su emisor (al Banco) para saldar el crédito otorgado al crear tales pasivos descontando efectos comerciales. Como explicaba Bosanquet: “El mecanismo por el que el Banco efectúa sus emisiones es el del préstamo. Todos los billetes son emitidos cuando los demanda un tercero, quien entonces se endeuda con el Banco por tal importe y proporciona activos a cambio de los billetes”.

Bosanquet creía que mientras la mayor oferta monetaria fuera de la mano de una mayor demanda monetaria, no habría depreciación de la divisa. Y si la oferta superaba en algún momento la demanda, podían suceder dos cosas: o los comerciantes los aprovechaban para amortizar de manera anticipada las letras que les han sido previamente descontadas o, si esos billetes llegan a los bancos en lugar de a los comerciantes, las entidades financieras reducirán su demanda de redescuentos al Banco de Inglaterra, sin que los pagos que la sociedad le ha de efectuar al Banco de Inglaterra debido a sus deudas descontadas en el pasado pueda reducirse: “Mientras la cantidad de billetes en manos de los ciudadanos no supere la cantidad que desean retener ociosa en sus saldos de caja con el objetivo de efectuar sus pagos diarios, no existirá ningún exceso que pueda elevar el precio de las mercancías. [Y cuando su oferta supera su demanda, existen dos posibilidades]. Si el exceso cae en manos de quien descontó letras, pasa a tener la oportunidad de amortizar su deuda, de manera que los billetes se cancelan con las letras y su exceso desaparece. Si, por otro lado, [el dinero] circula de mano en mano por todos los banqueros de Lombard Street (…), su demanda de descuentos al Banco de Inglaterra se reducirá al día siguiente en toda la extensión de ese exceso, mientras que los pagos que recibirá el Banco por los anteriores descuentos de letras no disminuirán. La

superfluidad de los billetes revertirá (…) al Banco por la vía de que sus cobros superarán sus nuevos descuentos, minorando el exceso de billetes en circulación". Como veremos, esta exposición de Bosanquet sentará la base de lo que la Escuela Bancaria denominará "Ley del Reflujo". Pero, además, y esto es verdaderamente significativo, Bosanquet vinculaba este proto-ley del reflujo a la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith: "[Esta doctrina] fue promulgada y se fundamenta en la autoridad del Dr. Adam Smith".

Sucede que, como ya tuvimos ocasión de comentar, Adam Smith hacía depender la validez de su Doctrina de las Letras Reales dentro de la convertibilidad de los pasivos bancarios en oro, hasta el punto de que, según su visión, la moneda de oro debía seguir circulando para el comercio minorista. De hecho, es esta exigencia de Smith de que el descuento de efectos comerciales se realice en un marco de convertibilidad de los pasivos bancarios y comerciales en oro lo que justamente distingue la smithiana Doctrina de las Letras Reales del pensamiento inflacionista de John Law: y es, también, justo el flanco por el que los bullionistas moderados atacaron a los antibullionistas.

Los dos bullionistas moderados que mejor expusieron las insuficiencias del método antibullionista para controlar las emisiones de pasivos bancarios fueron Lord King y William Huskisson. Lord King profundizó en su mensaje de que la única manera de conocer cuál es la cantidad de moneda que debe circular en cada momento no es simplemente atendiendo a su demanda, sino a su demanda sujeta a la obligación del emisor de convertir sus pasivos en oro. Y es que el propio proceso de aumentar la oferta de billetes podía cebar la demanda de descuentos a través de rebajas artificiales (o de no aumentos) de los tipos de interés: [Si el tipo de interés no sube ante un aumento de la demanda de descuentos], los mercaderes tienen un fuerte incentivo a pedirle prestado dinero al Banco; y la demanda de descuentos derivada de semejante estímulo puede incrementarse hasta cualquier nivel imaginable". Dicho de otra manera, si la demanda monetaria depende en parte del tipo de interés y el tipo de interés depende de la oferta monetaria, es evidente que la oferta monetaria puede determinar endógenamente la demanda de descuentos, lo que impide una adecuada regulación monetaria a menos que los pasivos bancarios sean convertibles en oro y de tal modo controlen los movimientos del tipo de interés y de la demanda de descuentos. Sólo así el descuento excesivo de créditos comerciales tenderá a autocorregirse. De nuevo, en palabras de Lord King:

No existe ningún mecanismo para descubrir a priori qué proporción del medio de pago circulante necesita una comunidad; tal cantidad no puede determinarse mediante ninguna regla ni patrón, y la única manera de conocerla es atendiendo a la demanda efectiva. En los países donde toda la circulación se realiza en metales preciosos, la cantidad se regula, como con el resto de bienes, por la habilidad y la perspicacia de los individuos que se dedican a esa rama del comercio; es decir, por el comerciante de oro que, en caso de exista un exceso de moneda, la retira de la circulación y la destina al comercio exterior o si, por el contrario, existe una deficiencia de moneda, consigue nuevo oro en bruto para convertirlo en moneda. Allí donde la divisa consiste en papel pagadero en oro, los excesos o las carestías se evitan del mismo modo: con la demanda de oro o de billetes, según requieran las circunstancias, por parte de los ciudadanos. Un papel circulante que no puede transformarse en oro se ve privado de esta regulación natural y no es capaz de incorporar ninguna otra. Las personas que tienen el deber de regular su circulación tenderán a cometer errores

permanentes aun cuando posean la mejor de las intenciones. La mayor de las habilidades y de las honradeces sólo les protegerá de los errores de bulto, pero en ningún caso estarán acertarán con rigor.

William Huskisson realizó un razonamiento similar, pero haciendo especial hincapié en que el descuento de letras comerciales de calidad que pregonaban los antibullionistas, aunque es una condición necesaria para una adecuada regulación de las emisiones monetarias, no constituye una condición suficiente:

Los directores del Banco se han dedicado durante un siglo a emitir billetes, sin que con ello generaran ningún exceso de papel moneda en circulación, al menos durante un período de tiempo significativo. Pero eso fue así porque durante todo el siglo su papel fue convertible en oro a opción de su tenedor. La seguridad en contra de sus excesos no fueron sus reglas, sino este correctivo (…) Que el Banco limite sus descuentos a las 'letras de indudable solidez y basadas en transacciones mercantiles reales' no guarda mucha relación con la cuestión de si sus billetes son excesivos o insuficientes en la circulación. La "veracidad de la transacción" en la que se origina las letras, y la "solidez" del deudor (…) son consideraciones prudentes por parte del Banco al actuar como compañía mercantil; pero evidentemente no ofrecen ninguna seguridad al público de que no se descuenten demasiadas letras que reúnan ambas características. Que las letras sean a corto plazo, "60 o como mucho 90 días", es otra característica de un negocio bancario prudente: y en tanto en cuanto la divisa de este país continuara en su estado sólido y natural, constituiría parte de esas garantías para el público que evitarían una emisión permanentemente excesiva de crédito. Tal limitación permitía al Banco, ante una fuga de oro, reducir rápidamente sus emisiones por la vía de contraer sus descuentos (…) La garantía con que cuenta el público para hacer frente a una circulación excesiva de billetes del Banco era la certeza de que las cantidades superfluas regresarían al Banco para ser convertidas en oro; y ese es el único control por el que la cantidad de las emisiones puede mantenerse permanentemente en su nivel adecuado.

En la misma línea se expresó a su vez el comité que redactó el *Bullion Report* (donde Thornton y Huskisson jugaron el papel más relevante). Después de repetir el argumento de Lord King de que "cuando el tipo de beneficio comercial está muy por encima del 5% [el tipo de interés máximo que por ley podía establecer el Banco de Inglaterra], como ha sucedido últimamente en muchas ramas del comercio exterior, no existe límite alguno a las demandas de los mercaderes", el *Bullion Report* establece que:

Mientras los billetes del Banco eran convertibles en oro a opción del tenedor, era suficiente, tanto para la seguridad del Banco como para salvaguardar el interés público en materia del medio de cambio, que los directores sólo atendieran a la calidad de las letras descontadas, entendiendo por tales letras reales y pagaderas en cortos períodos de tiempo. Ellos no eran capaces de exceder durante mucho tiempo los límites

adecuados para el descuento de letras sin que ese exceso de papel en circulación les regresara rápidamente para ser convertido en oro (…) Sin duda, el cambio más importante es que, mientras la convertibilidad en oro ya no existe como una limitación a la sobreemisión de papel, los directores del Banco no se han dado cuenta de que esos excesos puedan resultar del descuento de letras perfectamente buenas (…) La suspensión de la convertibilidad ha tenido el efecto de dejar en las manos de los directores del Banco, a su sola discreción, la importante tarea de proveer al país con una cantidad de medios de pago que guarde exacta proporción con las necesidades y las oportunidades de los ciudadanos (…) Ni siquiera el conocimiento más detallado del comercio actual del país, combinado con un profundo saber científico de todos los principios del dinero y de la circulación, permitirían a ningún hombre o conjunto de hombres ajustar, y mantener siempre ajustado, la adecuada proporción de los medios de pago de un país según sus necesidades del comercio.

Razonamientos similares podemos encontrar en otros importantes autores bullionistas. Henry Thornton afirma que “sin lugar a dudas, es importante que exista un elevado grado de intercambio de dinero por pasivos bancarios, pues es uno de los mecanismos por el que éstos últimos son capaces de establecer su valor”. Francis Horner (presidente del comité que redactó el *Bullion Report*), al reseñar el libro de Lord Peter King en 1803, escribió: “Si toda la moneda del país circulara meramente por convención, no existiría límite alguno contra su excesiva emisión y, en consecuencia, no habría ninguna garantía de que conservara permanentemente su valor (…) Cuando un banco nacional, cuyos billetes forman la parte principal de la moneda de un país, se ve eximido de convertir sus pasivos en efectivo, desaparece el único control que limita la emisión del papel a lo que realmente necesita el comercio”. Thomas Tooke en su libro *A Letter to Lord Grenville on the Effects Ascribed to the Resumption of Cash Payments on the Value of the Currency* (1829) también indicó que: “conocer la cantidad de oro en los baúles del Banco de Inglaterra, y su tendencia a aumentar o reducirse, es un indicador especialmente importante, junto con los tipos de cambio, para descubrir el defecto o del exceso de circulación de la moneda de un país comparada con la del resto”. Pero probablemente fue el primero de los bullionistas, Walter Boyd, quien con mayor claridad y lucidez resumió la posición del bullionismo moderado:

He dejado sentado que, como principio, sólo existe un criterio para regular sanamente las emisiones de papel: su sujeción a su inmediata conversión en oro. Todos los intentos de conocer, por cualquier otro procedimiento, cuál debe ser la cantidad de papel que un país necesita en circulación padecen de una incertidumbre similar a la de un marinero que se aventure al océano sin mapa y sin brújula

Pero, ¿qué diferenciaba al oro del papel? ¿Por qué motivo era esencial que los billetes fueran convertibles en oro para regularlos adecuadamente? ¿Por qué los billetes no se autorregulaban y el oro sí? Aunque en las siguientes lecciones abundaremos en este tema, la respuesta pasa por una hábil observación que ya realizaron los antibullionistas pero de la que no extrajeron todas sus conclusiones: los billetes del Banco son préstamos que actúan como medio de pago, pero no son dinero. Como de manera harto conocida resumió Henry Thornton: “El oro se distingue del papel en tanto en cuanto su tenedor obtiene un crédito que no constituye una deuda de nadie más”. O dicho de un modo más actual: el oro es el único activo monetario

(dinero) que no es el pasivo de nadie más. Y la única forma de controlar la sobreemisión de medios de pago basados en la deuda es exigiendo su inmediata conversión en dinero, siendo el oro el mejor de los dineros descubiertos hasta la fecha. La conversión en oro de una cantidad sobreemitida de billetes fuerza al banco a incrementar el tipo de interés al que descuenta los créditos comerciales (el precio del oro en términos del crédito circulante, que sube cuando la demanda de oro a cambio de ese crédito circulante también crece), lo que contingenta la demanda de descuentos por parte de los comerciantes y, a su vez, lleva al banco a tener que discriminar entre aquellos créditos comerciales que sí le permiten mantener su posición de liquidez y aquellos otros que no.

La inconvertibilidad, por consiguiente, impedía que el Banco de Inglaterra gestionara de manera adecuada sus emisiones de billetes: simplemente, no contaba con ningún mecanismo de realimentación que le indicara, no ya si estaba descontando demasiado crédito comercial a tipos de interés demasiado bajos, sino, sobre todo, si estaba descontando el crédito comercial adecuado: es decir, si los efectos comerciales que admitía el descuento eran realmente efectos comerciales reales girados contra bienes de consumo en alta demanda. ¿Será el Banco de Inglaterra siempre y en todo momento capaz de discriminar adecuadamente las letras descontables de las no descontables? El antibullionista Henry Boase, por ejemplo, confiaba esta condición indispensable a una especie de capacidad sobrehumana de los directores del Banco de Inglaterra: "[La capacidad para distinguir entre unas letras y otras] es una especie de instinto que deriva de un prolongado hábito que hace que raramente se equivoquen. Es de este modo cómo los oficiales del Banco, y otros con constante práctica en el negocio de las letras, son capaces de descubrir y distinguir, casi por instinto, entre letras reales y ficticias". Pero, de nuevo, si los directores fallaban en su juicio, carecían de esa luz roja que alertaba de su error y que les forzaba a enmendarlo, es decir, de esa luz roja que venía representada por la pérdida de sus reservas de oro como consecuencia de unas conversiones de billetes en oro superiores al reflujo de billetes o de oro derivado del descuento previo de letras.

Los bullionistas moderados, en ausencia de convertibilidad, aconsejaron al Banco que tratara de reproducir la regulación monetaria que tendría lugar bajo un régimen de convertibilidad, fijándose en el sobreprecio de mercado del oro y en la depreciación del tipo de cambio por debajo del punto de exportación del oro. Si estas dos variables no aparecían como consecuencia de la política de descuentos del Banco, cabía pensar que, grosso modo, estaba siendo gestionado de manera adecuada. Pero, al tiempo, los bullionistas moderados eran conscientes de que esos dos parámetros eran imperfectos frente a la genuina convertibilidad. Como expuso Lord Peter King: "Un estudio mixto del precio del oro y de los tipos de cambio probablemente sería la mejor regla práctica para que los directores pudieran regular sus emisiones de billetes durante el período de inconvertibilidad; sin embargo, debido a las irregularidades de las que hablaremos más adelante, se desviará en ocasión del auténtico patrón".

El bullionismo moderado entendía, por consiguiente, que la regulación monetaria atendiendo al precio de mercado del oro y al tipo exterior de cambio era un *second best* frente a la regulación natural que operaba en un régimen de convertibilidad. El bullionismo radical, sin embargo, le dio la vuelta a los sensatos planteamientos del bullionismo moderado y pasó a defender que no era tanto la convertibilidad, sino la monitorización de estos dos parámetros, en el sentido antes apuntado, lo que garantizaba la ausencia de sobreemisión de pasivos bancarios. La razón está muy vinculada a cuanto expusimos en el epígrafe anterior: tanto Wheatley como Ricardo consideraban que en cada momento sólo existía una oferta agregada de medios de pago que no provoque ni un aumento ni una reducción de los precios del resto de bienes, incluyendo el del oro en el mercado interno (nivel general de precios) y en mercado

el externo (tipo de cambio). La manera de regular esa justa proporción, por tanto, era observando esos dos indicadores críticos.

Así, por ejemplo, en sus *Proposals for an Economical and Secure Currency* (1816) Ricardo proponía que los billetes del Banco dejaran de ser convertibles en monedas de oro y sólo lo fueran en lingotes de, como mínimo, 20 onzas de oro (en 1824, en su *Plan para el establecimiento de un banco nacional* elevó ese mínimo a 100 onzas). Para Ricardo, lo verdaderamente importante era que el oro o la plata, que eran las mercancías que podían actuar como patrón monetario, no vieran encarecer su precio de mercado por encima del valor nominal que fijaba la Casa de la Moneda; y, para ello, la convertibilidad era un mecanismo secundario frente a la posibilidad de reducir los descuentos y la cantidad de billetes emitidos: "Los emisores de papel moneda deben regular sus billetes solamente atendiendo al precio de mercado del oro y nunca por la cantidad en circulación; ésta no será ni excesiva ni deficitaria siempre que mantenga el mismo valor que su patrón monetario (…) Mientras el Banco tenga el poder de regular la cantidad de papel, no se puede derivar ninguna desventaja de esta medida [de que la convertibilidad se limite a un mínimo de 20 onzas de oro]"

Ricardo, por consiguiente, no concebía los billetes de banco como un crédito pagadero en oro, sino como un bien económico al mismo nivel que el oro, pero con la ventaja añadida de ser menos costoso a la hora de utilizarlo en los intercambios y con la carga defectuosa de que su cantidad era mucho más manipulable; de ahí que el economista inglés propusiera atar el precio del bien económico 'papel moneda' al del bien económico 'oro'. La concepción ricardiana de los medios de pago, por consiguiente, rompe radicalmente con la concepción cantilloniana o smithiana de que los pasivos que actúan como medio de pago son crédito (concedido contra activos comerciales de buena calidad) y no dinero (como sí lo es el oro en el que todos esos pasivos se saldan); justamente de ahí se sigue con naturalidad la proposición del bullionismo radical de que el único factor que pueda afectar al valor de esos pasivos sea su exceso de cantidad y no las condiciones en que haya nacido ese crédito (¿Es su emisor o su deudor solvente? ¿Financia producción existente en alta demanda?, etc.): para el bullionismo radical, regular la cantidad *es* regular la calidad y, por tanto, el valor del medio de pago. Recordemos, nuevamente, la ilustrativa frase de Ricardo de que "el único uso que tiene un patrón monetario es regular su cantidad y, a través de su cantidad, el valor de la moneda"; o, quizá, esta otra todavía más clara en *Reports from the Secret Committee on the expediency of the Bank resuming cash payments*: "Para mí no constituye ninguna diferencia que las emisiones del Banco de Inglaterra se hagan por la vía de descuentos, de adelantos al gobierno o en la compra de lingotes de oro: es el monto numérico de billetes lo que tiende a ejercer algún efecto". En su *Plan para el establecimiento de un banco nacional* (1824), publicado seis meses después de su muerte, esta separación ricardiana entre el papel moneda que actúa como medio de cambio y los descuentos comerciales ya es absoluta, convirtiéndose en la piedra angular del nuevo banco central que ambicionaba para Inglaterra: "El Banco de Inglaterra realiza dos operaciones bancarias que son distintas y que no tienen ningún conexión necesaria entre ellas: emite papel moneda como sustituto de la divisa metálica y adelanta dinero, en forma de préstamos, a los mercaderes y otros deudores". Es la idoneidad de este modelo –de la rígida separación entre medios de pago y crédito circulante– el asunto sobre el que girarán las discusiones entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria que estudiaremos más adelante.

En cierto modo, podríamos decir que los bullionistas radicales tenían una visión negativa del oro: el oro era un elemento pasivo del sistema monetario que resultaba necesario en tanto en cuanto *impedía* y restringía la emisión de una cantidad excesiva de billetes; por el contrario, los bullionistas moderados hacían gala de una visión positiva del oro: el oro era un elemento

activo del sistema monetario que resultaba necesario porque *facultaba* la sana regulación de la calidad del crédito circulante.

Probablemente, en ningún otro asunto se observa con tanta claridad estas distintas visiones de los antibullionistas, los bullionistas moderados y los bullionistas radicales en materia de dinero y regulación monetaria que en su actitud para con los bancos provinciales. Como ya explicamos, los bancos provinciales no eran más que bancos privados con menos de seis accionistas que emitían sus propios billetes para descontar los efectos comerciales de los mercaderes locales de una determinada región; tales billetes eran pagaderos en oro pero también en billetes del Banco de Inglaterra, por cuanto Londres actuaba como gran cámara de compensación de todo el Reino. Así las cosas, las tres corrientes de pensamiento se enzarzaron en una discusión sobre cuáles eran sus efectos económicos y cuál debería ser su papel futuro dentro de la economía inglesa.

Los bullionistas moderados pensaban que, en tanto en cuanto los billetes del Banco de Inglaterra constituían parte de sus reservas, una sobreemisión del Banco podría llevar a que éstas entidades provinciales también pudieran sobreemitir. En circunstancias de convertibilidad, sin embargo, tal contingencia no sería posible, pues una emisión excesiva e imprudente de billetes provinciales elevaría los precios en la región, trasladaría parte de la demanda de mercancías a Londres, para lo cual los tenedores de billetes provinciales exigirían su conversión en oro o billetes del Banco, forzando a los bancos provinciales a controlar más de cerca sus emisiones por la vía de incrementar su tipo de descuento. Tal como relató el *Bullion Report*: "Si existe un exceso de papel moneda en alguna región mientras que la circulación en Londres no lo es, se producirá un incremento local de los precios en la región pero no en Londres. Aquellos que posean billetes de bancos provinciales preferirán comprar en Londres los bienes que son más baratos, de manera que devolverán el papel provincial al banco que lo emitió, demandándole o billetes del Banco de Inglaterra o letras contra Londres; de esta manera, el exceso de papel regresará a sus emisores y la cantidad de billetes del Banco de Inglaterra limita necesaria y eficazmente la cantidad de billetes de los bancos provinciales". El régimen de inconvertibilidad, por tanto, tendía a fomentar emisiones excesivas de billetes no sólo en la capital, sino también en todo el país.

Ahora bien, para que semejante expansión se materializara resultaba imprescindible que, junto a la mayor capacidad para ofertar crédito con la que contaban los banqueros provinciales, concurriese una paralela demanda de crédito por parte de los mercaderes. Tal como explicó Thomas Tooke en *Thoughts and Details on the High and Low Prices of the last Thirty Years* (1823): "Durante el período de la restricción, no existían ni garantías permanentes para los banqueros provinciales ni facilidades de descuento constantes para los mercaderes londinenses; y aunque las garantías y las facilidades hubiesen existido, de no haber habido suficientes motivos para emplearlas, no se habría producido ningún aumento de la circulación de los billetes de los bancos provinciales; de hecho, en muchas ocasiones, un gran aumento de los billetes del Banco de Inglaterra fue seguido o acompañado por una reducción muy considerable de la circulación del papel provincial". Es decir, que la banca provincial tuviera capacidad para ofertar un mayor volumen de descuentos no significa ni que siempre fuera a ofertarles ni, sobre todo, que hubiese contrapartes dispuestas a demandar el máximo número posible de descuentos. De ahí que si la demanda de crédito no era muy intensa y el Banco de Inglaterra, por cualquier motivo, concentraba buena parte de la oferta, ello acarreara una concomitante reducción de los billetes de los bancos provinciales; pero cuando esa demanda se veía incentivada por perspectivas de ganancias superiores al tipo de descuento exigido por el banco, sí emergía nueva demanda de descuento. La inconvertibilidad del Banco de Inglaterra permitía que sus billetes fueran mucho más accesibles para los bancos provinciales, lo que a su vez les permitía fijar tipos de interés mucho más bajos que si el

Banco no hubiese sobreemitido y, a partir de ahí, afluían demandas de descuentos que no hubiesen nacido en las provincias de no haber sido por la sobreemisión del Banco de Inglaterra. Como veremos en un momento, eso fue, justamente, lo que los antibullionistas no entendieron: que la demanda de descuentos puede verse alimentada por tipos de interés artificialmente bajos, llevando a una sobreemisión de pasivos por parte de los bancos provinciales erigida sobre una sobreemisión de pasivos del Banco de Inglaterra.

Pero, pese a tales riesgos que se veían prácticamente eliminados en un régimen de convertibilidad, la visión general del bullionismo moderado sobre la banca provincial era muy positiva. El *Bullion Report*, por ejemplo, consideraba "el establecimiento de los bancos provinciales que emiten papel como un valioso y esencial mecanismo para la mejora del Reino". Y Lord Peter King fue todavía más explícito al afirmar que: "Como consecuencia del uso generalizado de letras de cambio entre los mercaderes, es posible descubrir su cauta o imprudente conducta, y el destino que seguirán las transacciones comerciales de un distrito concreto, observando el estado de los activos negociables. Gracias a la experiencia adquirida, los banqueros [provinciales] tienen los mejores medios para detectar las diversas letras de acomodo, letras de pelota y demás abusos a los que el sistema de crédito papel se ve expuesto (…) La multiplicación de los bancos, tal como observó Adam Smith, no sólo no disminuye sino que incrementa la seguridad para la ciudadanía".

Frente a la idea del bullionismo moderado de que la inconvertibilidad estaba potenciando las sobreemisiones de los bancos provinciales, los antibullionistas, fieles a su idea de que la demanda de billetes regulaba su oferta, negaron que esta sobreemisión fuera siquiera posible. Su idea era, básicamente, que los billetes del Banco de Inglaterra y de los bancos provinciales eran sustitutos perfectos, de manera que, aun cuando el Banco sobreemitiera y esas sobreemisiones llegaran más allá de Londres, lo único que sucedería es que las emisiones de los banqueros provinciales se reducirían concomitantemente. Perceval Eliott afirmó que "los billetes de los bancos provinciales sólo suplen las deficiencias de emisión del Banco de Inglaterra; de manera que si sus billetes se redujeran, la diferencia debería ser cubiertas con un incremento de billetes del Banco de Inglaterra. Así, en tanto ambas clases de papel se incrementan o se reducen pari passu, las dos se afectan mutuamente en una relación inversa" y, análogamente, Vansittart que "el incremento de uno de estas dos clases de medios de cambio es por lo general la consecuencia de la disminución del otro".

En el fondo, los bullionistas moderados veían el crédito de la banca provincial como una superestructura que se edificaba sobre el crédito del Banco de Inglaterra, mientras que los antibullionistas ponían ambos créditos y medios de pago al mismo nivel. Tal como resumió Bosanquet: "El Comité ha asumido como un axioma que el papel moneda provincial constituye una superestructura cuyos fundamentos son el papel del Banco de Inglaterra". De nuevo, la razón estaba del lado de los bullionistas moderados, ya que, como en los próximos epígrafes tendremos ocasión de explicar, la expansión crediticia de una entidad puede servir de base para la expansión crediticia del resto de entidades, sin que ninguna de ellas sufra transitoriamente problemas de liquidez.

Al igual que los bullionistas moderados, los antibullionistas, por lo general, no recelaban de la actividad de los banqueros provinciales, quienes a su juicio se dedicaban a abastecer las necesidades de circulante de los comerciantes extralondinenses. La razón de fondo por la que ambas corrientes no tenían una mala opinión de la banca provincial era que ambas entendían que sus billetes no eran otra cosa que pasivos (crédito) de los bancos empleados por los agentes como medios de cambio, como podían serlo las letras de cambio, los pagarés o cualquier otro crédito comercial endosable. Si estos últimos tenían derecho a emitir pasivos y otros agentes tenían derecho a endosarlos, lo mismo sucedía con los billetes de las entidades

provinciales. Como relató Thornton: “La práctica de emitir billetes de banco provinciales, es decir, billetes pagaderos al portador a su requerimiento, sin duda puede considerarse como una actividad comercial independiente. Sin embargo, ha quedado demostrado que estos billetes no son muy diferentes en su esencia a otros efectos mercantiles”.

Y, precisamente por lo anterior, la postura del bullionismo radical con respecto a los bancos provinciales era totalmente opuesta. En tanto en cuanto Wheatley y Ricardo confundían dinero con crédito circulante, reputaban los billetes provinciales como parte del proceso de “creación de dinero” del país, la banca provincial era vista como una descontrolada amenaza inflacionista. Nada más consistente, pues, que reclamar la monopolización estatal del “derecho a crear dinero” prohibiendo la actividad de la banca provincial. Así podemos leer a Wheatley diciendo que: “Los billetes de los bancos provinciales son un medio de circulación ineficiente y peligroso, pues pueden contraerse en cualquier momento de alarma o incrementarse súbitamente en cualquier momento de tranquilidad; de ahí que su continuidad sea inconsistente con la estabilidad de un banco nacional y con los intereses generales del país (…) para evitar los riesgos que afectan a la recuperación de la convertibilidad del Banco de Inglaterra y para prevenir la repetición de calamidades como las de 1793 o 1797, me parece absolutamente necesario que se prohíba la circulación de los billetes de los bancos provinciales (…) El Banco de Inglaterra debería poseer el privilegio exclusivo, que ya lleva ejerciendo desde hace tiempo con tanto beneficio para el público, de regular todo el papel moneda del país”.

Ricardo fue, en un comienzo, algo más prudente en sus recomendaciones, asimilando la banca provincial a una especie de mecanismo absolutamente subordinado al Banco de Inglaterra (casi una especie de subcontrata para la emisión de billetes); en *The High Price of Bullion*, por ejemplo, dice que “cuando el Banco de Inglaterra incrementa o reduce sus emisiones de billetes, los bancos provinciales hacen lo mismo; en ningún caso pueden añadir billetes a la circulación sin que previamente lo haya hecho el Banco” y en *Reports from the Secret Committee on the expediency of the Bank resuming cash payments* (1819) afirma que: “Ciertamente, lo permitiría [que los banqueros provinciales emitieran sus billetes a la vista pagaderos en billetes del Banco de Inglaterra]”. Pero en el ya mentado *Plan para el establecimiento de un banco nacional*, Ricardo adopta la misma postura que Wheatley y propone su prohibición y sustitución por los billetes del nuevo banco nacional que desea crear: “se nombrarán cinco comisionados que ostentarán en exclusiva el poder absoluto de emitir todo el papel moneda del país”. Al fin y al cabo, ¿qué sentido tenía subcontratar la creación de dinero a entidades privadas una vez establecido un monopolio público?

Las ventajas que muy juiciosamente sí observaban los bullionistas moderados (aprovechar el conocimiento local para generar crédito sano que pueda ser usado como medio de pago) pasaron totalmente desaparecidas para Ricardo, quien se limitó a proponer la emisión de papel moneda por parte de un banco estatal en cuyo activo hubiese metales preciosos y deuda pública, sin entender que en tal caso sólo estaban impidiendo que los banqueros provinciales descontaran con sus billetes los efectos comerciales provinciales.

En suma, el antibullionismo no veía problema alguno la gestación del crédito bancario en un régimen de inconvertibilidad porque creía que la demanda de crédito era una especie de variable exógena que regulaba todo el sistema; el bullionismo radical tampoco veían problemas en la inconvertibilidad siempre que su cantidad se sometiera al precio de mercado del oro, pues al fin y al cabo ni siquiera consideraban que las emisiones de billetes jugaran el rol de crédito circulante, sino de medio de pago equiparable al oro cuya oferta había, por tanto, que controlar; sólo el bullionismo moderado comprendió que la adecuada regulación del crédito dentro de una economía requiere no sólo de unos bancos prudentes que se

dediquen exclusivamente a descontar letras comerciales de calidad, sino también de un mecanismo de realimentación como es la convertibilidad de sus pasivos en oro.

3. ¿Cuál es la política adecuada frente a la depreciación del papel moneda?

Si bien el *Bullion Report* había sugerido restablecer la convertibilidad de las libras en oro dos años después de su publicación (en 1810), el Gobierno inglés, todavía enfrascado en plenas guerras napoleónicas, fue retrasando tal recomendación hasta que en 1819 aprobó la Ley de Peel que obligaba al Banco de Inglaterra a volver a pagar todos sus billetes en monedas de oro antes del 1 de mayo de 1823 (un cuarto de siglo después de su suspensión). Previamente, sin embargo, el Banco ya había comenzado, por voluntad propia, a pagar de manera intermitente sus billetes en oro a finales de 1816 y en 1817 y el sobreprecio del oro comenzó a reducirse hasta casi desaparecer. Y es que una vez finalizadas las guerras napoleónicas (1815), parecía claro que la convertibilidad no tardaría mucho en llegar, y estando los billetes del Banco depreciados entre un 15% y un 25% con respecto a su valor nominal, resultaba una inversión atractiva tanto para los nacionales que estaban atesorando oro fuera de la circulación cuanto para los extranjeros; además, la situación interna de la economía inglesa mejoró y pasó a acumular superávits exteriores, reforzando las entradas de oro en el país y en las reservas del Banco de Inglaterra. Así, por ejemplo, la cantidad de oro en las reservas del Banco de Inglaterra se más que quintuplicó entre 1815 (año en el que concluyeron las guerras napoleónicas) y 1817, incrementándose la cobertura metálica de los pasivos del Banco de Inglaterra desde el 5% al 30%. La cobertura del 30% era, justamente, la que el Banco de Inglaterra solía mantener en tiempos normales para garantizar la convertibilidad de sus pasivos, por lo que en principio debería haber sido capaz de reanudarla por entero ya en 1817.

Sin embargo, tras algunos pagos en oro intermitentes, el saldo comercial de Inglaterra volvió a tornarse negativo en 1818 y 1819, sin que el Banco contrajera lo suficientemente rápido sus descuentos como para evitar las salidas de oro; de ahí que en 1819 la cobertura descendiera a apenas el 10%. El Parlamento prohibió al Banco que siguiera pagando sus billetes en oro ese mismo año y, posteriormente, sacó adelante la Ley de Peel, donde se exigía al Banco que el 1 de mayo de 1823 restableciera la convertibilidad a la antigua paridad (£3 17s. 10,5d. por onza de oro). Finalmente, ni siquiera hubo de aguardar tanto, ya que en 1821, y por los mismos motivos que lo había hecho al finalizar las guerras napoleónicas (compra de libras con descuento y mejora del saldo exterior), el oro volvió a entrar con fuerza en el país, llevando la cobertura metálica de los pasivos del Banco a superar el 40%. Ese año se procedió, pues, a reanudar una convertibilidad que no sería interrumpida hasta casi un siglo después, en 1914, con el estallido de la Primera Guerra Mundial.

El retorno de la convertibilidad dio lugar a un nuevo debate entre bullionistas y antibullionistas que, en gran medida, fue el reverso del anterior. Si en los años anteriores el gran problema monetario de la economía inglesa había sido la inflación de precios y la depreciación de la libra, tras las guerras napoleónicas y el regreso a la convertibilidad, los problemas fueron las aceleradas caídas de precios vinculadas al proceso de apreciación de la libra. Si, por ejemplo, tomamos el índice de Jevons al que hemos hecho mención con anterioridad, entre 1814 y 1821 los precios llegaron a caer un 40%. Inmediatamente, los antibullionistas, los bullionistas radicales y los bullionistas moderados comenzaron a ofrecer sus interpretaciones sobre lo acaecido.

En principio, los acontecimientos parecían dar la razón a la corriente que había salido intelectualmente derrotada con la redacción del *Bullion Report*: los antibullionistas. Al fin y al cabo, fueron estos economistas quienes más habían advertido en contra de los efectos deflacionistas de un retorno precipitado a la convertibilidad con el oro: si para garantizar la

convertibilidad el Banco tenía que reducir sus billetes en circulación, esto sólo podía lograrlo minorando sus descuentos de efectos comerciales, dando lugar a contracciones de la producción y de los precios. Vansittart, por ejemplo, afirmaba en 1811: "Pido al Parlamento que considere la situación en la que quedarían el gobierno, los comerciantes y cualquier otra clase de ciudadanos si las emisiones del Banco se redujeran enormemente, mientras que el oro todavía fuera más escaso que en la actualidad. Se trata de una situación que no cabe imaginarse sin la más seria de las alarmas". Pero no sólo los antibullionistas consideraron que el retorno a la convertibilidad implicaba por necesidad una reducción de los billetes en circulación; también los bullionistas radicales, para quienes toda la depreciación de la libra venía explicada por la sobreemisión de billetes, eran de semejante opinión. Así, Ricardo, en *The High Price of Bullion*, sugería que: "El remedio que yo propondría contra los males de nuestra divisa es que el Banco reduzca gradualmente sus billetes en circulación hasta que se equiparen con le moneda que representan. (…) Antes de que vuelvan a ser pagaderos en metálico, la cantidad de billetes debe ser extraída gradualmente de la circulación. Si se hace de este modo, apenas habrá molestias".

Antibullionistas y bullionistas radicales parecían tomar como dadas las reservas de oro del Banco de Inglaterra, de manera que el único camino para garantizar la convertibilidad de sus billetes a partir de sus reservas era reducir muy considerablemente la cantidad de esos billetes. No consideraron, pues, la posibilidad de que la convertibilidad pudiera restablecerse sin llegar a reducir los billetes merced a una mayor entrada de oro desde el exterior; así, por ejemplo, en 1817, año en el que se restableció intermitentemente la convertibilidad, se registró el máximo histórico de billetes emitidos y también una de las mayores coberturas metálicas de los últimos 25 años. Asimismo, también cabe considerar la posibilidad de que la reducción del número de billetes del Banco de Inglaterra no fuese una reducción forzada por la entidad (por el lado de la oferta) sino impuesta por los demandantes de crédito (por el lado de la demanda): a partir de 1817, el desatesoramiento interno y las entradas de oro desde el extranjero abarataron el tipo de interés al que se podían descontarse los efectos comerciales en el mercado monetario, liberando al Banco de Inglaterra de tener que descontar esos efectos comerciales; asimismo, el otro gran demandante tradicional de financiación (el Gobierno), no sólo dejó de monetizar su deuda en el Banco debido a la conclusión del conflicto militar, sino que incluso pasó a amortizarla anticipadamente. Así, la tesis que el bullionismo moderado, magistralmente representado por Thomas Tooke, opuso frente al bullionismo radical y al antibullionismo fue justo ésa: no fueron las rígidas condiciones que impuso el retorno a la convertibilidad con el oro lo que engendró la contracción de los pasivos del Banco de Inglaterra, ni tampoco fue esta contradicción de los pasivos lo que, a su vez, provocó la reducción de precios; por el contrario, fueron causas ajenas al Banco de Inglaterra las que explican la deflación de precios y la minoración de los pasivos del Banco de Inglaterra.

Y, ciertamente, atendiendo a los datos de precios que el propio Tooke recopiló en su monumental *A History of Prices and of the State of the Circulation* (seis volúmenes publicados entre 1838 y 1857) y que posteriormente William Stanley Jevons procesó a modo de índice de precios en su artículo *On the Variation of Prices and the Value of the Currency since 1782* (1865), fueron las caídas de precios las que antecedieron a la reducción de los descuentos y de los pasivos totales (billetes y depósitos) del Banco de Inglaterra: los precios desde 1809 a 1816 se redujeron un 42% pese a que los descuentos efectuados y los pasivos emitidos por el Banco de Inglaterra aumentaron cerca de un 50%; en ese mismo período, además, entre 1813 y 1815, se sucedieron numerosas quiebras de bancos provinciales (como consecuencia del auge especulativo previo) que realimentaron la caída de precios y que no pueden atribuirse a una contracción de los descuentos del Banco de Inglaterra (pues, como vemos, tocaron su máximo histórico en 1815; en gran medida para contrarrestar el aumento de la demanda de billetes del Banco de Inglaterra que se produjo a raíz de las quiebras de

bancos provinciales). En el siguiente gráfico podemos observar la evolución de los descuentos y de los pasivos del Banco de Inglaterra a finales del mes de febrero de cada año así como los precios medios durante ese año:

En suma, la deflación de precios se desató con bastante anterioridad a la disminución de los descuentos y de los pasivos en circulación (y, de hecho, la deflación de precios se prolongó hasta mediados de siglo, cuando tuvieron lugar las célebres fiebres del oro en California y Australia) por los motivos ya apuntados: aumento de la producción de mercancías y quiebras de bancos provinciales. Tal como resumió Thomas Tooke en su libro, *A Letter to Lord Grenville on the Effects Ascribed to the Resumption of Cash Payments on the Value of the Currency*: "Es notorio que la caída de los precios, así como las quiebras y los desórdenes del crédito, comenzaron antes de 1815, y necesariamente provocaron una contracción general de la circulación general, especialmente de las emisiones de los bancos provinciales, que fue independiente y anterior a cualquier reducción de los billetes del Banco de Inglaterra". Todo lo cual, sin embargo, no significa que los bullionistas moderados no tuvieran en cuenta las posibles dificultades de un retorno acelerado a la convertibilidad. Por ejemplo, Lord King ya había advertido en 1803 que: "Es de la mayor importancia que las medidas adoptadas sean prudentes y cautas; que no hagamos nada impulsivo o temerario, y que el retorno a los pagos en metálico se haga mediante una reforma de las regulaciones que afectan a nuestra moneda dirigida a prevenir la repetición de esos bochornos en la circulación del país que contribuyeron a la suspensión de pagos del Banco en 1797 (…) Sea cuando sea que se regrese a la convertibilidad, los directores deberán reducir anticipadamente sus descuentos como paso para reducir la moneda emitida (…) Será necesaria la mayor de las prudencias para minorarla de la manera más gradual e imperceptible posible". Y Robert Mushet, en *An enquiry into the effects produce don the national currency and rates of exchange, by the Bank restriction bill* (1811) reconocía que el retorno a la convertibilidad sería contractive a corto plazo pero beneficiosa a largo plazo: "A la hora de proseguir con esta medida no pretendo negar los considerables inconvenientes que padecerá la comunidad mercantil, deseosa de los generosos descuentos como los que han obtenido últimamente del Banco; pero los males que se deriven de este problema temporal no son ni mucho menos tan grandes como los que se derivarían de continuar con el actual sistema pernicioso y opresivo".

Pero, como decíamos, bullionistas radicales y antibullionistas creyeron ver en los acontecimientos que rodearon el retorno a la convertibilidad una confirmación de sus ideas. Por un lado, los bullionistas radicales, representados por Ricardo, atribuyeron la caída generalizada de los precios a la reducción extraordinaria de billetes del Banco de Inglaterra. Recordemos que, en última instancia, según Ricardo las subidas generalizadas de precios se debían a redundancias en la cantidad de papel moneda que podían medirse atendiendo a la prima del precio de mercado del oro sobre su valor nominal. Pero en tal caso existía un problema: cuando Ricardo se pronunció sobre cuánto caerían los precios al regresar a la convertibilidad y, por tanto, eliminar todo el papel moneda superfluo, cuantificó la deflación necesaria en una media del 6%, que es la depreciación de la divisa que indicaba durante esos años el sobreprecio del oro. Por ejemplo, en *Reports from the Secret Committee on the expediency of the Bank resuming cash payments* expuso que: "Creo que [los precios se reducirían] del orden del 5% ó 6%; mido esta magnitud según el exceso del precio del mercado del oro (…) Un cambio de esta magnitud no me parece demasiado intenso, aunque admito no poseer demasiado conocimiento práctico sobre estas materias".

Sucede que, como hemos visto, los precios cayeron mucho más (hasta un 50%, según el índice de Jevons), lo que desconcertó a Ricardo y le forzó a buscar una explicación. Así, en distintos debates parlamentarios y en sus cartas a Malthus, Ricardo atribuyó una parte de la sobrerreducción de los precios a la mala gestión del Banco de Inglaterra para regresar a la convertibilidad: en algunas partes Ricardo se acerca más a la postura de Tooke al afirmar que la caída de los precios podía deberse a otras causas más allá de las monetarias y, en otras, prefería ligarlo todo a las causas monetarias vinculadas al retorno a la convertibilidad. En efecto, según Ricardo, el motivo detrás de la excesiva deflación era que el Banco de Inglaterra no había restablecido la convertibilidad bajo las directrices que él había expuesto en sus diversos planes: en lugar de limitar la convertibilidad de los billetes al lingote de oro y en lugar de sustituir la circulación de las monedas de oro por billetes de baja denominación, el Banco aceptaba amortizar sus pasivos a cambio de monedas de oro y que éstas integraran buena parte de la circulación, algo que elevaba desde Inglaterra la demanda mundial de oro, incrementaba su valor y, en definitiva, minoraba excesivamente los precios; tal como le reiteraba a Malthus en su carta del 9 de julio de 1821: "McCulloch lamenta que no se haya seguido mi plan para restablecer la moneda y quiere escribir un artículo al respecto para el *Edimburgo Review*, como ya hizo para *The Scotsman*. Yo también lamento que, en la gran transición que hemos efectuado desde una divisa desregulada a una regulada por un patrón fijo, no disfrutáramos de gestores más hábiles entre los actuales directores del Banco. Si su objeto hubiese sido crear el caos más opresivo posible, no hubiesen podido idear medidas más bien planificadas que las que han seguido. Casi toda la presión que sentimos se deriva del aumento del valor del patrón monetario que han provocado sus operaciones. Además, son unos ignorantes".

El planteamiento ricardiano era claramente tramposo. Primero porque en su *Propuestas para una moneda económica y segura* (1816), Ricardo no defendía limitar la convertibilidad de los billetes a los lingotes de oro para evitar una excesiva deflación de precios, sino para limitar el uso de un medio de pago más caro (la moneda de oro) en favor de otro más barato (el billete de baja denominación). Además, fijémonos que atribuir la deflación al aumento de la demanda mundial de oro suponía abandonar parcialmente los principios del bullionismo radical, el cual por lo general limitaba su explicación de las variaciones de precios según las variaciones en la oferta monetaria. Recordemos una vez más estas declaraciones de Ricardo en los *Reports from the Secret Committee on the expediency of the Bank resuming cash payments* (1819): "Creo que existe una tendencia a [que los precios se reduzcan en una proporción aritmética exacta a la reducción de la circulación], aunque no actúa exactamente de un modo tan bonito". Pero, aparte de tramposo, el planteamiento de Ricardo era erróneo: como hemos visto, los precios siguieron cayendo durante más de 30 años, esto es, hasta mucho después de que se consolidara la convertibilidad de los billetes del Banco de Inglaterra en monedas de oro.

El problema del bullionismo radical fue obsesionarse con la oferta monetaria como causa prácticamente única de las alzas generalizadas de los precios, sin tomar en consideración –salvo excepcionalmente– otros factores tanto del lado de la demanda monetaria cuanto de naturaleza no monetaria. Si las alzas de precios se debían enteramente a la depreciación de la libra y la depreciación de la libra se debía enteramente al exceso de circulante, parecía inexorable pensar que al retirarse ese exceso de circulante la depreciación desaparecería y los precios caerían justo en la misma proporción.

Es, de hecho y como ya hemos visto, esa obsesión con una oferta monetaria cuantitativamente bien regulada y desvinculada del estado del crédito lo que llevó a Ricardo a proponer en su *Plan para el establecimiento de un banco nacional* (1824) una separación formal del banco central en dos departamentos: uno, el encargado de proveer al Reino de circulante; otro, el

encargado de prestar a mercaderes y otros bancos. De nuevo, conviene constatar que, pese a sus deficiencias explicativas, el bullionismo radical seguirá condicionando no sólo el debate monetario de las próximas décadas, sino, tal como examinaremos en el siguiente epígrafe, inspirando a la Escuela Monetaria y, sobre todo, a la reforma de la banca central inglesa impulsada por Robert Peel en 1844.

Pero por el otro lado también nos encontramos con que el antibullionismo se radicalizó a manos de la muy inflacionista Escuela de Birmingham, cuyas dos cabezas visibles eran los hermanos Attwood, Thomas y Matthias. La idea fundamental detrás de los hermanos Attwood era que el Banco de Inglaterra había reducido excesivamente sus emisiones de billetes (o no las había incrementado bastante) con tal de asegurarse el retorno a la convertibilidad, lo que había abocado a una deflación de precios y esa deflación de precios había originado el estancamiento de la economía por la vía del subconsumismo: la gente carecía de suficiente dinero para adquirir las mercancías ofertadas, los precios se reducen y la producción termina hundiéndose.

Según Matthias Attwood, en *A letter to Lord Archibald Hamilton: on the alterations in the value of money*(1823), la convertibilidad limitaba los descuentos del banco, reducía sus emisiones de billetes y contingentaba la demanda, volviendo las mercancías relativamente sobreabundantes: “El precio del oro en £3 17s. 10,5d. limita irremediablemente la cantidad de circulación del Banco y de cualquier tipo de papel privado, y al limitarse la cantidad de dinero que puede circular, se limita el rango de todos los tiempos estimados en dinero (…) Y si bien es cierto que una minoración de la cantidad de dinero en circulación necesariamente provoca una reducción del precio monetario de todas las mercancías, es igualmente cierto que no puede reducirse el precio de ninguna mercancía sin una alteración de su demanda y oferta relativas. Por consiguiente, el modo en que una menor cantidad de dinero reduce los precios ha de buscarse en esos principios más profundos que gobiernan la oferta y la demanda. La escasez de dinero vuelve a los bienes abundantes y el incremento en la cantidad de dinero los vuelve escasos”. En un sentido similar, su hermano Thomas Attwood, en *Prosperity Restored: On Reflections on the Cause of the Public Distresses, and on the Only Means of Relieving Them* (1817): “La depreciación de la moneda es la consecuencia natural y la causa de la prosperidad nacional (…) Las caídas de precios son nocivas porque nadie pagará más para producir un artículo que lo que ese artículo proporcionará cuando sea producido, de modo que la producción se ve contingentada y los trabajadores son condenados al desempleo; por otro lado, los aumentos de precios son beneficiosos, pues todo el mundo está dispuesto a iniciar la producción de aquellos artículos con los que espera ganar, y por tanto la producción es incentivada y el empleo recompensado”.

Además, Thomas Attwood también localizó otro efecto depresivo de las caídas de precios, que en buena parte anticipa la teoría de la deflación de deudas que popularizó Irving Fisher durante la primera mitad del s. XX y que estudiaremos con más calma en la lección octava: la deflación aumenta el saldo real de las obligaciones y arruina a los deudores. Así, Attwood sostiene que “unas pérdidas que al principio eran simplemente nominales o monetarias se han convertido finalmente en pérdidas reales. Pues esta depreciación sustentada de los activos no se ha visto seguida de una disminución de las obligaciones o de las deudas a cuya amortización ese activo se orienta. Esas deudas se han casi duplicado en la práctica y, por tanto, le han proporcionado al acreedor un control casi duplicado sobre los activos contra los que originalmente prestó al deudor”.

La propuesta que los hermanos Attwood promovieron para recuperar la prosperidad y el crecimiento inglés fue abandonar el patrón oro y adoptar un patrón de papel moneda inconvertible cuya cantidad pueda incrementarse a través de la monetización de deuda

pública. Frente a los antibullionistas anteriores que consideraban que el activo óptimo a monetizar era, siguiendo a Adam Smith, las letras de cambio comerciales (incluso Robert Torrens llegó a repudiar cualquier monetización de deuda pública), los Attwood consideraban que la única forma de lograr un aumento estable de la cantidad de dinero era a través de una deuda pública que no refluyera constantemente a su emisor. Así, Matthias Attwood: "Cuando los billetes circulan mediante adelantos a los mercaderes, cada billete del Banco circula a costa de retirar una letra de cambio de la circulación; pero cuando los billetes del Banco circulan a partir de préstamos al Gobierno, las letras de cambio permanecen en las manos de los mercaderes, y allí operan como si tuviesen un crédito contra el Banco, pues éste en cualquier momento les proporcionaría una mayor oferta de billetes (…) La circulación del Banco que se basa en letras de cambio regresa en su totalidad cada dos meses al Banco, de modo que tiene que ser reemitida cada dos meses. Los billetes que nacen de adelantos al gobierno permanecen permanentemente en circulación. Una circulación es fija; la otra dura dos meses y está sometida a la incertidumbre de verse entonces retirada o reducida". Y, en una línea análoga, Thomas Attwood: "El medio de circulación no puede depender del descuento [de efectos comerciales]. No debería depender de las esperanzas y los miedos, de la confianza o de las alarmas de los banqueros y del público. La prosperidad del comercio, la estabilidad de las riquezas y el pan de los pobres –incluso añadiría la fortaleza del Gobierno y la libertad del país–, todos dependen de la libertad e igual acción del medio de circulación (…) Es necesario que este medio de circulación se emita sobre bases más fijas y permanentes, y que sea protegido por provisiones legislativas de cualquier acción contractiva. (…) Es absurdo buscar en el oro un mecanismo para promover estos objetivos. (…) A mi entender, el papel nacional debería emitirse en primer lugar revestido con todos los poderes con los que cuenta la moneda de curso legal en el Reino. De hecho, debería pasar a ser la moneda de curso legal del Reino: un medio barato, seguro y manejable, muy superior al oro para cualquier otro uso de utilidad práctica. La deuda pública constituye un instrumento disponible y seguro para emitir esta clase de dinero en las cantidades que exijan los intereses del país".

Tengamos presente, de hecho, que este énfasis en la monetización de deuda pública para elevar permanentemente la circulación de billetes del Banco de Inglaterra se oponía no sólo a la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith, sino a los primeros antibullionistas (que no en vano se consideraban herederos de Adam Smith). Por ejemplo, Robert Torrens se oponía en *Essay on Money and Paper Currency* (1812) a la monetización de hipotecas, deuda pública o letras giradas contra inventarios invendibles bajo el argumento smithiano de que "estas sumas puede que no vuelvan lo suficientemente rápido como para retirar del mercado el incremento monetario toda vez que la demanda de moneda ya ha desaparecido". Es más, en la práctica esta propuesta les acerca analíticamente bastante al bullionismo radical de Ricardo, quien también separaba categóricamente la base del circulante de la actividad de los descuentos comerciales; la diferencia sería que Ricardo buscaba una moneda cuantitativamente estable y los Attwood una cuantitativamente creciente: los Attwood eran, pues, eran unos inflacionistas desacomplejados a los que el marco smithiano, como a los bullionistas radicales, se les quedaba corto para sus propósitos. Quizá, este párrafo de Thomas Attwood sea el texto más claro y elocuente a favor del inflacionismo de esta época y tiene clarísimas conexiones con el discurso que 80 años después pronunciaría el candidato demócrata a la presidencia de EEUU, William Jennings Bryan, contrario a "crucificar la humanidad en la cruz del oro" (si bien la gran diferencia era que el deseo de Bryan no era abolir la circulación del oro, sino restablecer la de la plata):

Que una emisión adicional de billetes de banco tenga el efecto de incrementar el precio de mercado de la guinea o de duplicar los precios [de los bienes] no constituye ningún argumento de peso contra esa emisión,

siempre que los billetes sean necesarios para restablecer la prosperidad del país, como en mi opinión claramente sucede ahora mismo. La guinea se hizo para el hombre y no el hombre para la guinea. Si la guinea no es lo suficientemente abundante para satisfacer las necesidades humanas, tiene que incrementarse. No es el hombre quien tiene que contraerse y recortarse para acomodarse a las dimensiones de la guinea. Una gran nación de hombres inteligentes e industriosos no debe sacrificarse por este ídolo.

Thomas Attwood, de hecho, era de la opinión que, si sus propuestas de reforma monetaria no se adoptaban, los precios agrícolas seguirían cayendo, los terratenientes continuarían arruinándose y, en un país donde la población no paraba de crecer, buena parte de los ingleses se verían abocados a la inanición. Conviene aclarar que Attwood no era un malthusiano que pronosticara el agotamiento de los recursos naturales: en su opinión, el aumento de la población era la base del incremento de la producción necesaria para abastecerla. El problema no residía en la carestía de recursos, sino en su subutilización de los factores productivos debido a la insuficiencia de medios de pago. Tal como expresó en *Anticipation of the New Bank Restriction Act* (1828): “En mi opinión es absolutamente imposible que el gobierno pueda estar mucho más tiempo sin [volver a suspender la convertibilidad] (…) Pues existe un peligro que ninguna fuerza ni ninguna sapiencia pueden borrar; un mal lento, insidioso e invisible pero seguro y mortal en su modo de operar: la hambruna. No es posible que los poderosos cambios que ahora están desarrollándose puedan continuar sin perjudicar materialmente el cultivo de la tierra. No es posible que, en una nación donde la población aumenta y la producción agraria decrece, el resultado sea otro distinto al de la hambruna”.

Es evidente que los Attwood alcanzaron ciertas conclusiones que, como estudiaremos en las siguientes lecciones, son parcialmente ciertas (en particular, las dificultades implícitas a un proceso de desapalancamiento y reestructuración financiera generalizado). Pero las incluyeron dentro de una teoría inflacionista vinculada estrechamente al cliché subconsumista que, como ya tuvimos ocasión de estudiar en la lección anterior, había quedado refutado por la ley de Say y por la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith. Que superar un período deflacionista sea lento, costoso y no neutral desde un punto de vista redistributivo no significa que la deflación deba combatirse con inflación (que no es una fuerza compensatoria de la anterior, sino que genera nuevos desequilibrios y nuevas distorsiones en otras partes de la economía) y, sobre todo, no significa que en todo momento deba impulsarse la inflación como método para crecer insosteniblemente. Eso fue, justamente, lo que John Stuart Mill le respondió en el conocido ensayo *The Currency Juggle* (1833):

El error del Sr. Attwood es el de suponer que una depreciación de la moneda realmente incrementa la demanda de todos los artículos y, en consecuencia su producción por el hecho de que, en ciertas circunstancias, esa depreciación monetaria sí pueda crear una *falsa sensación* de aumento de la demanda que, a su vez, incremente la producción, seguida por un fatal colapso una vez que la ilusión termina. El colapso de 1825 no fue causado, tal como el Sr. Attwood cree, por una contracción de la moneda; la única causa real de la ruina fue nuestra prosperidad imaginaria. La contracción de la moneda fue una consecuencia, y no la causa, del colapso. Muchos mercaderes y banqueros, habiéndose equivocado en sus especulaciones y siendo incapaces de pagar sus deudas, vieron como sus pasivos se depreciaban y, al hacerlo, perjudicaron todo el crédito del resto

de la economía. Una emisión de billetes inconvertibles podría haber permito a estos deudores engañar a los acreedores, pero no habría abierto ningún mercado para una sola hogaza de pan o una yarda de tela; pues lo que constituye la demanda de las mercancías son otros mercancías, y no piezas de papel.

De hecho, el error de Attwood fue tan flagrante en sus predicciones que no sólo la convertibilidad no volvió a suspenderse hasta la Primera Guerra Mundial, sino que Inglaterra completó su Revolución Industrial sobre la base del patrón oro deflacionista que presuntamente asfixiaba a la industria de un modo insuperable.

Conclusiones

El debate desarrollado durante el primer cuarto del siglo XIX entre bullionistas moderados, bullionistas radicales y antibullionistas es una buena ilustración de tres corrientes de pensamiento monetario que todavía siguen vigentes a día de hoy: aquellos que creen que todos los medios de cambio son dinero (bullionismo radical), aquellos que creen que todos los medios de cambio son alguna forma de crédito (antibullionismo) y aquellos otros que distinguen entre dinero y medios de cambio basados en el crédito (bullionismo moderado).

Los primeros, los bullionistas radicales, concentran toda su atención en la oferta de dinero desde un punto de vista reducidamente cuantitativo: todo aumento del nivel general de precios se produce como consecuencia de un incremento previo en su cantidad, siendo la demanda de dinero constante e irrelevante. La regulación monetaria fundamental, por consiguiente, consistirá en articular un mecanismo que permita constreñir los aumentos súbitos de la oferta de dinero; a comienzos del s. XIX ese mecanismo pasaba normalmente por ligar la oferta de dinero a la del oro, pues la producción de este metal precioso era naturalmente escasa y no estaba sometida a discrecionalidades políticas. En su momento, los herederos de los bullionistas radicales fueron la Escuela Monetaria, que a continuación vamos a estudiar. A día de hoy, los herederos del bullionismo radical serían los cuantitativistas (que analizaremos en la lección siete) y especialmente los monetaristas.

Los segundos, los antibullionistas, tienden a focalizarse en el respaldo que se halla detrás del crédito: siempre que el crédito emerja contra un buen colateral, esto es, siempre que haya buena demanda por esos medios de pago, no podrá hablarse de un exceso de medios de cambio ni cabe pensar en subidas generalizadas de precios. De hecho, un peligro tan grave como la inflación será el de la deflación: hallarse inmersos en un sistema financiero que no satisfaga todas las demandas sanas de medios de cambio, lo que provocará una caída generalizada de precios. La regulación monetaria fundamental, por consiguiente, consistirá en dotarse de un sistema financiero que abastezca con la cantidad adecuada de crédito las necesidades y demandas legítimas del comercio. La cuestión, claro está, es qué cabe entender por demandas legítimas y sostenibles de medios de cambio en un contexto en el que éstos son inconvertibles en oro: bajo la influencia directa de Adam Smith, los antibullionistas se limitaban a reclamar financiación bancaria únicamente contra los efectos comerciales de calidad, pero ciertamente nada impedía que esas demandas, en un contexto de inconvertibilidad de los pasivos bancarios en oro, se pudiera extender ilimitadamente. Ése era justamente el núcleo teórico del lawismo que sirvió de inspiración a los antibullionistas radicales de los hermanos Attwood (partidarios de proporcionar financiación bancaria ilimitada hasta que la economía comience a crecer, aun a costa de generar inflación) y el núcleo que a día de hoy se halla en la corriente de pensamiento keynesiana (que será criticada en la lección novena). Además, el antibullionismo también guarda conexiones muy estrechas

con el pensamiento chartalista: la doctrina, que criticaremos en la lección quinta, de que todo medio de pago es una deuda, incluyendo el dinero como el oro, y que por tanto son las comunidades (o sus representantes, como los Estados o los bancos) los que crean y manejan discrecionalmente la cantidad de esos medios de pago (debiéndolos usarlos de un modo que "beneficie" a esa comunidad, asumiendo demasiadas veces que los intereses de todos sus miembros con respecto al dinero son idénticos).

Por último, los terceros, los bullionistas moderados, comprendían la diferencia entre dinero y crédito circulante, así como las distintas fuerzas que, por el lado de la oferta y de la demanda, tendían a determinar su valor. Su preocupación, por consiguiente, era lograr una adecuada regulación de la calidad del crédito circulante que permitiera una distribuir eficientemente las mercancías ya producidas. Dentro de este esquema, el rol del dinero era justamente la de poner cortapisas a la expansión inflacionista e insostenible del crédito circulante, mientras que el rol del crédito circulante era la de evitar las tendencias deflacionistas de una circulación exclusivamente basada en el dinero. El bullionismo moderado, por consiguiente, liga de un modo directo con las prescripciones de la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith y, posteriormente, con la Escuela Bancaria y, sobre todo, con la teoría de la liquidez desarrollada por Carl Menger y una parte de la Escuela Austriaca.

El debate entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria

Durante el segundo tercio del s. XIX, y habiendo regresado ya a la convertibilidad de la libra con el oro, el debate entre bullionismo y antibullionismo mutó parcialmente. Los economistas dejaron de discutir sobre si la convertibilidad era un mecanismo necesario para asegurar una adecuada regulación del crédito bancario y pasaron a centrarse en buscar nuevos criterios que complementaran al anterior: el oro pasó a ser considerado una condición necesaria pero no suficiente para mantener la estabilidad del sistema. Y es que la convertibilidad no evitó que las crisis financieras y bancarias siguieran sucediendo y que, incluso, el Banco de Inglaterra estuviera en más de una ocasión a punto de volver a suspender pagos (por ejemplo, en la crisis de 1825-1826).

Con tal de encontrar esas nuevas pautas, normas o reglas que permitieran regular adecuadamente el crédito, los economistas de la época regresaron a la autoridad de Adam Smith. No en vano, al defender su Doctrina de las Letras Reales en *La Riqueza de las Naciones*, el escocés describió cuáles son los límites naturales de la actividad de los bancos a la hora de proporcionar crédito a los mercaderes:

El papel moneda que circula como consecuencia de los descuentos bancarios no puede exceder en cada momento la cantidad de oro y plata que habría circulado en ausencia de ese papel moneda. La frecuencia, regularidad y monto de los repagos a los bancos demuestran suficientemente que la cantidad de los descuentos no supera la parte de ese capital de los mercaderes que se habrían visto forzados a mantener desempleado y en forma de saldos de tesorería con el propósito de hacer frente a demandas inesperadas (…) Si el crédito de los bancos excediera esa parte del capital de los comerciantes, el monto normal de los repagos tampoco podría igualar la cantidad total del crédito, en períodos cortos de tiempo. El flujo monetario que, como consecuencia de su actividad, estaría continuamente entrando en las reservas de los bancos no alcanzaría el flujo que, por esa misma actividad, estaría saliendo.

Sucede que el anterior párrafo de Smith contiene dos posibles reglas sobre cómo alcanzar un sistema bancario sano: la primera, que la cantidad de billetes en circulación no exceda la cantidad de oro a la que vienen a sustituir; dos, que los vencimientos de los activos descontados por los bancos permita hacer frente a las salidas de caja de esos bancos. Sendos criterios de regulación bancaria sirvieron de base para el nacimiento de las escuelas de pensamiento predominantes en este período: la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria.

Por un lado, la Escuela Monetaria, descendiente directa del bullionismo radical de Ricardo, propugnaba el llamado Principio Monetario, esto es, que la cantidad de billetes del Banco de Inglaterra en circulación debía comportarse igual a cómo lo habría hecho una circulación exclusivamente metálica, entendiendo por tal el funcionamiento estricto del mecanismo flujo especie-dinero de Hume (que la circulación monetaria se reduzca cuando aparezcan déficits exteriores y aumente cuando aparezcan superávits). Los principales representantes de esta Escuela fueron Samuel Jones Lloyd (posteriormente conocido como Lord Overstone), Robert Torrens (anteriormente en el campo antibullionista) y George Ward Norman (abuelo de Montagu Norman, histórico gobernador del Banco de Inglaterra entre 1920 y 1944). También cabe incluir dentro de esta corriente a William Ward (quien acuñó el término de "principio monetario") y John Ramsay McCulloch (el heredero intelectual más directo de Ricardo).

Por otro, la Escuela Bancaria, que combinaba la tradición del bullionismo moderado con algunos elementos del antibullionismo, defendía el llamado Principio Bancario, esto es, que la cantidad de billetes del Banco de Inglaterra en circulación se regulaba razonablemente bien como consecuencia de su continuo reflujo al emisor y de su convertibilidad en oro; las recetas para perfeccionar el sistema pasaban por diversas propuestas dirigidas a mejorar la operatividad de ese reflujo, ya sea mediante unas mayores reservas dinerarias entre los entidades crediticias o una mucho más intensa competencia bancaria. Los principales representantes de esta Escuela fueron Thomas Tooke, John Fullarton y James Wilson (fundador del seminario *The Economist* y suegro de Walter Bagehot, economista al que más tarde nos referiremos). También cabe incluir dentro de esta tradición a Herbert Spencer y a John Stuart Mill.

El Principio Monetario encontró su expresión más temprana en la llamada Regla de Palmer, expuesta en 1832 ante el Parlamento inglés por el entonces gobernador del Banco de Inglaterra John Horsley Palmer. En 1832, el Parlamento estaba debatiendo acerca de la renovación del estatuto del Banco de Inglaterra por el que se le concedía el monopolio de la emisión de billetes (limitado desde 1826 a 65 millas desde Londres). Palmer propugnó una modificación de los estatutos para regular jurídicamente las emisiones de la entidad: según su propuesta, el Banco de Inglaterra debía mantener una cantidad de créditos constante y equivalente a aproximadamente dos tercios de los pasivos totales (billetes y depósitos). El tercio restante de pasivos, así como cualquier variación adicional que se produjera, debía estar respaldado por reservas de oro del Banco. La Regla de Palmer no llegó a incorporarse en los estatutos del Banco (renovados en 1833), pero sí constituyó su pauta de actuación durante su mandato como gobernador. Como él mismo expuso en *The Causes and Consequences of the Pressure Upon the Money Market* (1837): "La política seguida por el Banco (…) ha sido mantener sus activos descontados en un monto tan constante como le ha sido posible, permitiendo una contracción del circulante merced al repago de sus billetes a cambio de oro, incrementando gradualmente el valor del papel moneda en circulación hasta lograr que el oro que había sido exportado regrese al Banco de Inglaterra".

La idea de fondo, pues, era que una parte de los pasivos del Banco (la emitida contra los créditos públicos y privados) permaneciera constante, mientras que la otra parte se ajustara al oro que entrara y saliera del país: cuando Inglaterra tenía un saldo exterior favorable y

captaba oro del extranjero, éste iba a parar al Banco a cambio de más pasivos; cuando Inglaterra tenía un saldo exterior desfavorable y salía oro, éste se extraía de las reservas del Banco a cambio del repago de pasivos. Para Palmer, los depósitos a la vista del Banco de Inglaterra merecían la misma consideración que los billetes pues "una gran parte de lo que denominamos depósitos del banco deben considerarse como billetes emitidos, no siendo otra cosa que billetes que están aguardando a ser usados por los banqueros ingleses y por otros agentes económicos". Poco importaba, pues, que el pasivo específico que aumentara o disminuyera ante las entradas o salidas de oro fueran los billetes o los depósitos.

La Regla Palmer se aplicó durante la década de los 30, pero no logró evitar los pánicos bancarios ni las dificultades financieras del Banco de Inglaterra. De ahí que los partidarios de la Escuela Monetaria, y muy en particular Samuel Jones Lloyd, la criticaran con dureza escudándose en que, según su punto de vista, los billetes del Banco no podían equipararse con los depósitos: las entradas y salidas de oro del país tenían que incidir directamente sobre la cantidad de billetes en circulación y no sobre los depósitos, tal como permitía que pasara la Regla Palmer. En el siguiente gráfico, de hecho, podemos observar cuál fue el resultado de la estricta aplicación de la Regla de Palmer en 1938 y 1939: el número de billetes se mantuvo prácticamente constante, mientras que las salidas de oro se trasladaron casi íntegramente a una reducción de los depósitos.

Obviamente, la hipótesis subyacente de los teóricos de la Escuela Monetaria al criticar la Regla Palmer era que sólo las monedas de oro y los billetes del Banco de Inglaterra era realmente dinero, por cuanto éstos dos eran los instrumentos que realmente circulaban por la economía y que servían para saldar las obligaciones en las que incurrían los agentes económicos. Como explicó Robert Torrens en *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended* (1844): "Si la moneda de oro es la medida de valor, los billetes de banco inmediatamente convertibles en moneda y por tanto equivalentes a la moneda, también deben ser medida de valor".

Al muy ricardiano modo, Lloyd creía que el billete del Banco era un sustituto perfecto de la moneda de oro para evitar su participación en todos los intercambios, mientras que los depósitos eran una forma de canalizar su utilización a través de los circuitos del préstamo. Según expresó en *Reflections Suggested by a Perusal of Mr. J. Horsley Palmer's Pamphlet on the Causes and Consequences of the Pressure on the Money Market* (1837): "El banco de emisión se encarga de crear el medio de pago. Un banco de depósito y de descuento se dedica sólo a usar, distribuir y buscar empleos para el medio de pago (…) Estas dos funciones son perfectamente separables y distintas, no existe conexión entre ellas, por lo que no hay motivo para que sean administradas por un mismo sujeto". Robert Torrens, por su parte, fue un poco más allá de Lloyd y reconoció que, si bien los depósitos bancarios o las letras de cambio no eran dinero por no poseer "poder último de pago", sí contribuían a multiplicar la cantidad de medios de cambio. Como expresó en *A Letter to the Right Honourable Lord Viscount Melbourne* (1837): "Un monto dado de moneda circulante se convierte en la base de una cantidad mucho mayor de moneda crédito". Dicho de otro modo, el dinero –oro y billetes– eran el sustrato sobre el que se multiplicaba lo que más tarde se terminará denominando "oferta monetaria" mediante la emisión de depósitos o letras de cambio.

Por supuesto, la separación que efectuaba la Escuela Monetaria entre dinero por un lado (oro y billetes) y medios de pago crediticios por otro (letras de cambio, depósitos, cheques, letras del Tesoro, etc.) no tenía ningún fundamento desde el momento en que los billetes del Banco

eran también un medio de pago crediticio: una promesa de entregar oro por parte del Banco de Inglaterra. El propio Norman, por ejemplo, los define contradictoriamente así en *Letter to Charles Wood on Money and the Means of Economizing the Use of It* (1841): "Los billetes del Banco de Inglaterra son promesas a la vista de pagar ciertas cantidades de oro y plata". Es evidente que una promesa implica una deuda y que una deuda va siempre asociada a un crédito, pero aun así los teóricos de la Escuela Bancaria optaron por separar los billetes del resto de medios de pago crediticios, por cuanto, en condiciones normales, los saldos netos de la compensación de letras o de los depósitos (por ejemplo, en el mercado interbancario) se saldaban indistintamente en oro o en billetes del Banco, sin que esos billetes fueran regularmente convertidos en oro. En palabras de Torrens en *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended*: "Las sucesivas compras efectuadas con billetes son compras finales, cada transacción entre compradores y vendedores cierra un intercambio que no va a reabrirse justo cuando se entregan los billetes. Por el contrario, las compras efectuadas con cheques no son compras finales: hasta que el cheque se amortiza, todas las transacciones en las que intervino permanecen abiertas (…) El dinero ha de tener poder de pago último: es autoevidente que nada puede tener poder de pago último si queda pendiente de pago (…) Los billetes del Banco de Inglaterra no serían dinero si las transacciones en las que intervienen permanecieran abiertas hasta que se convirtieran en moneda".

Claro que, en contra de lo que afirme Torrens, el hecho de que una deuda se acepte como medio de pago no convierte a esa deuda en dinero, por cuanto en épocas de desconfianza y descrédito los tenedores de esos billetes sí reclaman su conversión en dinero (oro), momento en el que dejan de extender crédito al banco emisor y cierran definitivamente sus posiciones abiertas contra ese banco. La cuestión, por consiguiente, es cómo fue posible que los pensadores de la Escuela Monetaria metieran a los billetes dentro de la categoría de dinero y no en la de crédito como al resto de medios de pago crediticios. Aunque es difícil de afirmar con rotundidad, la hipótesis más probable es que todavía fueran presa de los efectos psicológicos de la suspensión de pagos del Banco de Inglaterra y de las erróneas conclusiones que bullionistas radicales y antibullionistas extrajeron de ella: dado que, durante un tiempo, el papel moneda *inconvertible* fue el medio de pago último dentro de Inglaterra, papel y oro pasaban a tener idéntica consideración. Así, por ejemplo, lo expresa Norman: "Debe entenderse que la convertibilidad del papel moneda, aunque esencial para garantizar su adecuada regulación, no se requiere en absoluto para actuar de sustituto perfecto del dinero metálico". Y también Torrens en *An inquiry into the practical working of the proposed arrangements for the renewal of the chárter of the Bank of England and the regulation of the currency* (1844): "No hay ninguna diferencia concebible en la naturaleza y en los efectos sobre los precios entre el papel convertible y el inconvertible. Sí existe una diferencia de grado y de extensión: el efecto es, en un caso, ilimitado, mientras que en el otro queda limitado por la rápida disminución de la cantidad de papel moneda tan pronto como su valor con respecto al oro se reduce". En última instancia, para la Escuela Monetaria la diferencia entre el oro y los billetes se limitaba a que el primero era un dinero de tipo internacional y el segundo uno exclusivamente nacional que convenía atar al primero.

En cualquier caso, la consecuencia de esta torcida concepción sobre el dinero de la Escuela Monetaria era que la Regla de Palmer –y cualquier otra política bancaria que no reprodujera el funcionamiento de un sistema totalmente metálico para el caso de los billetes– abortaba, a su juicio, el normal funcionamiento del mecanismo flujo especie-dinero de Hume: si ante un déficit exterior, el oro comenzaba a salir de las reservas del Banco de Inglaterra *pero* los billetes en circulación no se reducían, tampoco los precios internos caerían, la actividad interna no se enfriaría y, por consiguiente, el saldo exterior deficitario no tendería a autocorregirse, corriendo el riesgo de que todas las reservas metálicas abandonen el país.

Asimismo, si ante un saldo exterior favorable, la entrada de oro no se traducía en un incremento del número de billetes, los precios no subirían, la actividad económica no se reanimaría y el oro seguiría entrando ante un saldo exterior positivo que no se autocorregiría, corriendo el riesgo de deprimir innecesariamente la economía. Como expresaba George Ward Norman en *Letter to Charles Wood on Money and the Means of Economizing the Use of It* (1841): "Cuando tiene lugar una salida de dinero, la caída natural y correspondiente de los precios se ve interferida por la emisión de billetes de banco derivada de los descuentos bancarios. Por otro lado, durante los períodos de entrada de dinero, los precios permanecen artificialmente deprimidos, tanto en grado como en duración, por la previa retirada de billetes que habían sido emitidos contra oro". En el caso de Torrens, su razonamiento para criticar la Regla de Palmer era ligeramente distinto al de Norman y Lloyd, y derivaba de su concepción de la oferta conjunta de los medios de pago: si las salidas de oro minoran los depósitos en lugar dela cantidad de billetes, el monto de depósitos (que es un múltiplo del de oro o billetes) se mantendrá artificialmente elevado, cuando debería reducirse multiplicadamente ante una reducción conjunta de la base monetaria, esto es, del oro y de los billetes. Por ambos frentes, sin embargo, la Escuela Monetaria reputaba nocivo que la acción de las salidas y entradas de oro se concentrara en los depósitos bancarios y no en los billetes.

La Escuela Monetaria asumía, además, que este sabotaje del mecanismo flujo especie-dinero de Hume quedaba por entero al arbitrio de sistema bancario (especialmente del Banco de Inglaterra) y era reputado nocivo por dos consecuencias: el riesgo de pérdida de todo el oro del país y la intensificación de las fluctuaciones económicas.

En cuanto a lo primero –el poder casi ilimitado de los bancos para crear "dinero" en forma de billetes–, la Escuela Monetaria era de la opinión de que no existen límites, salvo temporales, al poder de expansión y contracción de la cantidad de dinero por parte de los bancos. Dado que, como hemos visto, el billete de banco (sobre todo del Banco de Inglaterra) era un sustituto perfecto del oro, los bancos tenían la capacidad de crear (o destruir) tanta cantidad del mismo como quisieran, al menos hasta que la conversión de esos pasivos en oro por parte de los ciudadanos les obligara a autolimitarse. Como decía Torrens: "La pregunta es: ¿pueden los bancos de emisión, en aquellas fases del mercado en las que aparecen personas de buena reputación y deseosas de obtener crédito, incrementar sus emisiones hasta el punto de dar lugar a una expansión de la circulación monetaria mayor de la que, en circunstancias similares, hubiese podido darse en un régimen de moneda puramente metálica? Esta es la cuestión que los banqueros provinciales no pueden contestar en un sentido negativo". Al elevar a la categoría de dinero a una forma particular de deuda (los billetes de banco), implícitamente se estaba afirmando que los emisores de esa deuda (los bancos) adquirían el privilegio en exclusiva de crear dinero (muy en línea de David Ricardo cuando equiparaba al Banco de Inglaterra con una mina de oro); privilegio que pueden ejercer de un modo bastante ilimitado. Si, en cambio, los teóricos de la Escuela Monetaria hubiesen reconocido que los billetes sólo son una forma de deuda más que se halla en competencia con todas las restantes, tal vez hubiesen comprendido que, como expondremos más adelante, ni puede incrementarse ni contraerse siempre y en cualquier cantidad a discreción de su emisor.

En cuanto a lo segundo –las presuntas consecuencias de que los bancos saboteen el mecanismo flujo especie-dinero creando dinero–, nos encontramos con esencialmente dos. Por un lado, reavivaba entre los seguidores de la Escuela Monetaria el tradicional temor de los mercantilistas a que todo el oro abandonara el país (o, al menos, las reservas del Banco de Inglaterra, abocándolo a una suspensión de pagos): al fin y al cabo, para aquellos que vieron en las teorías de Hume la explicación definitiva sobre la regulación internacional de los metales precisos, que ésta no pudiera entrar en funcionamiento les devolvía de inmediato al campo mercantilista. Por ejemplo, Samuel Jones Lloyd en *Thoughts on the Separation of*

the Departments of the Bank of England (1844) afirmaba que: "Si no se contrae el papel moneda según este principio, se evaporarán las garantías de que la salida de oro se detendrá (…), no existirán contrapesos que eviten que desaparecerá todo el oro [del país]".

Por otro, que los billetes del Banco no se retiraran de la circulación cuando el oro saliera del país o no se añadieran a la misma cuando volvía a entrar, alargaba artificialmente los períodos de euforia crediticia y consolidaba innecesariamente los períodos de depresión crediticia: dado que los billetes se emitían sobre todo contra activos descontables, durante las fases de euforia esos activos abundaban (y con ellos los billetes) y durante las fases de depresión éstos escaseaban (y con ellos los billetes). La circulación adquiría un carácter procíclico que era justamente el que la Escuela Monetaria quería evitar y, muy en particular, Samuel Jones Lloyd, quien exponía que: "Como las emisiones de papel moneda se realizan sobre activos mercantiles, existe una fuerte tendencia a incrementarlas cuando suben los precios y a disminuirlas cuando caen, que es justo lo opuesto de lo que sucedería con una circulación metálica". De este modo, Lloyd traza una muy básica teoría del ciclo económico, describiendo la secuencia de elementos que sí suelen verse afectados por el mismo: "Los efectos de posponer el período de contracción y de subsiguiente expansión son importantes. La contracción de los medios de pago actúa en primer lugar sobre los tipos de interés, luego sobre el precio delos activos, más tarde sobre el mercado bursátil, entonces sobre la negociación de activos extranjeros, más adelante restringe la tendencia a especular y, ya finalmente, sobre los precios en general". Por consiguiente, el boom crediticio provocará tipos demasiado bajos, activos sobrevalorados, alza de la especulación y subidas de precios, mientras que la contracción crediticia elevará los tipos de interés, hundirá el precio de los activos, enfriará la especulación y reducirá los precios.

Ahora bien, si la Regla Palmer no funcionaba al generar sendos problemas, ¿qué regla o qué reformas institucionales debían aprobarse para asegurar que la circulación de billetes se comporta exactamente del mismo modo en que lo habría hecho una circulación 100% metálica?

De acuerdo con Lloyd en *Reflections Suggested by a Perusal of Mr. J. Horsley Palmer's Pamphlet on the Causes and Consequences of the Pressure on the Money Market*, el Banco de Inglaterra, tal como estaba configurado, mezclaba dos funciones "un gestor de los medios de pago y un cuerpo que desarrolla las funciones normales de la banca", de ahí que deba separarse en dos departamentos distintos: el Departamento de Emisión (encargado de emitir o retirar billetes a cambio de oro) y el Departamento Bancario (encargado de descontar activos mercantiles mediante la creación de depósitos y manteniendo una reserva fraccionaria en forma de billetes del Departamento de Emisión). Recordemos que esta idea es muy similar a que ya desarrolló Ricardo en su *Plan para el establecimiento de un banco nacional* (1824).

En sus discusiones contra Thomas Tooke, fue Robert Torrens quien más se esforzó en clarificar las diferencias entre el funcionamiento de un Banco de Inglaterra con dos departamentos y uno unificado. Así, en *A Letter to Thomas Tooke* (1840), Torrens explica que si el Banco de Inglaterra con departamentos unificados sufre una salida de tres millones de onzas de oro como consecuencia del saldo exterior desfavorable de Inglaterra, el pasivo del Banco que en primer lugar se reducirá serán los depósitos (dado que los agentes económicos utilizan los billetes para los pagos internos, si inicialmente convirtieran esos billetes en oro, acto seguido reclamarían el cobro de los depósitos en billetes). Así, en el siguiente balance que emplea como ejemplo Torrens, nos encontramos con que, en el segundo período, las reservas de oro se han reducido en la misma medida que los depósitos sin que, en cambio, los billetes en circulación hayan padecido minoración alguna.

Funcionamiento del Banco de Inglaterra unificado

Si, por el contrario, tiene lugar la separación de departamentos impulsada por la Escuela Monetaria, el funcionamiento del Banco de Inglaterra cambia sustancialmente. Por un lado, el Departamento de Emisión pasa a tener una parte constante de billetes emitidos contra un monto fijo de activos descontados (efectos comerciales o deuda pública) y una parte variable emitida contra sus fluctuantes reservas de oro. Por otro, el Departamento Bancario guarda unas ciertas reservas de billetes del Departamento de Emisión para centrarse en descontar una cantidad variable de activos contra la concesión de depósitos. Si, en este contexto, surge la necesidad de exportar tres millones de libras de oro, el Departamento Bancario tendrá que entregar sus reservas de tres millones de libras en billetes a sus acreedores, quienes a su vez acudirán al Departamento de Emisión con esos billetes para obtener el oro que necesitan. Pero las operaciones monetarias no terminan aquí: dado que el Departamento Bancario se habrá quedado sin reservas de billetes y será necesario reponerlas (por mera prudencia), se verá forzado a liquidez en el mercado, y a cambio de billetes que estén circulando, una parte de sus activos crediticios: en el ejemplo de Torrens, dos millones de libras.

Funcionamiento del Banco de Inglaterra con departamentos separados

Las consecuencias sobre el mercado de este modelo de banca serán dobles: primero, la circulación de billetes del Departamento de Emisión se reducirá en dos millones de libras, ejerciendo una presión a la baja sobre los precios; segundo, la liquidación de los activos crediticios del Departamento Bancario elevará los tipos de interés internos. Por estas dos vías, la salida del oro como consecuencia del déficit exterior tenderá a revertirse: la caída de precios impulsará las exportaciones y retraerá las importaciones de mercancías; los altos tipos de interés provocarán entradas de oro con el propósito de extender préstamos a los deudores ingleses. Y viceversa, las entradas de oro se traducían en nuevas emisiones de billetes que, al aumentar la circulación y las reservas del Departamento Bancario, fomentaban la doble tendencia a elevar los precios y reducir los tipos de interés, repeliendo el oro hacia el extranjero.

Obsérvese que, si bien el planteamiento más coherente dentro de la Escuela Monetaria sería permitir tan sólo la emisión de billetes contra reservas de oro, sus principales integrantes rechazaron esta posibilidad. Torrens, en *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended*, decía que la separación del Banco de Inglaterra en dos departamentos, empleando un cierto importe de renta fija para colateralizar parte de los billetes del Departamento de Emisión "proporciona todas las ventajas que habrían resultado de aceptar la propuesta de Lord Ashburton de asimilar el Banco de Inglaterra al de Hamburgo, haciendo que todo el circulante consistiera en certificados de depósito". Asimismo Lloyd, en *Remarks on the Management of the Circulation and on the Condition and Conduct of the Bank of England* (1840), dejó bien claro que "nada puede ser más sensato y más seguro que invertir una porción de la divisa nacional en renta fija, al tiempo que se mantiene el resto en forma de reserva".

Otro punto a tener en consideración acerca del Principio Monetario es que Lloyd era consciente de que no eliminaría por entero las fluctuaciones financieras, sino que

simplemente disminuirían su intensidad: "Una moneda bien gestionada no puede evitar ni la recurrencia de períodos de euforia y de excesiva contratación, ni sus necesarias consecuencias en forma de presión y apuros comerciales; pero sería una herramienta muy potente para minorar su frecuencia, limitar lo repentino de su estallido y restringir la extensión de sus destrozos". De ahí que, a su vez, Lloyd aceptara la suspensión de pagos del Banco de Inglaterra como último recurso para proteger sus reservas si es que todo lo demás falla; como afirmó en *Thoughts on the Separation of the Departments of the Bank of England*: "Si, pese a todo, los peligros son de tal naturaleza como para requerir de una intervención eficaz, ésta la encontraremos no en el abandono del intento de gestionar la circulación bajo unos principios inflexibles, sino en el poder, que todo gobierno debe poseer necesariamente, de interferir en casos de emergencias imprevistas y de grandes estados de necesidad".

En resumen, las premisas que definieron a la Escuela Monetaria y la contrapusieron a la Escuela Bancaria fueron los siguientes:

- La demanda de dinero no juega ningún papel relevante: La Escuela Monetaria asume que, en una economía puramente metálica, todo el oro que se exporta ante un déficit exterior se extrae de la circulación y, en contrapartida, que todo el oro que se importa ante un superávit exterior se añade a la circulación. Todo esto equivale a decir que el dinero atesorado o no existe o se mantiene constante en cualquier circunstancia (como veremos en el capítulo siete, esto a su vez equivale a sostener que la velocidad de circulación del dinero es constante). Si ello no fuera así, si los saldos atesorados de oro pudiesen variar, podría darse el caso de que las salidas de oro procedieran de esos saldos de tesorería (que no redujeran la circulación metálica y, por tanto, no ejercieran ninguna influencia a la baja sobre los precios) y que las entradas de oro incrementaran esos saldos de tesorería (no incrementaran la circulación metálica y, por tanto, no ejercieran ninguna influencia alcista sobre los precios). Otra forma de caracterizar esta premisa es decir que la Escuela Monetaria tiende a despreciar la función del dinero como bien de capital (como reserva de valor frente a contingencias imprevistas), enfatizando como única función la de medio de cambio.
- Los billetes de banco son sustitutos perfectos de la moneda de oro: Los billetes de banco, especialmente los del Banco de Inglaterra, son sustitutos perfectos del oro, pues los reemplazan en su circulación y ambos sirven como medio de pago para saldar deudas. En realidad, se trata de una premisa incorrecta, por cuanto los billetes del Banco son deudas pendientes de pago y que, de hecho, se pagan en dinero (oro) cuando el acreedor así lo demanda.
- Los billetes de banco son distintos a otras formas de crédito: Aunque los billetes son promesas de pago y por tanto formas de crédito (como las letras de cambio, los cheques o las letras del Tesoro), son especiales frente al resto de formas de crédito, por cuanto actúan como dinero y no como herramientas para economizar el uso del dinero. De nuevo, se trata de un planteamiento erróneo por cuanto el billete es un medio de cambio crediticio más que desempeña sus mismas funciones.
- La demanda de crédito queda subordinada a la oferta: Del mismo modo que la demanda de dinero (el atesoramiento) se hallaba ausente del análisis de la Escuela Monetaria, la demanda de crédito tampoco juega ningún papel relevante a la hora de determinar la oferta de billetes del Banco de Inglaterra. A pesar de que parte de esa oferta se determina vía descuento de efectos comerciales, los teóricos de la Escuela Monetaria asumían que el Banco de Inglaterra siempre sería capaz de encontrar efectos comerciales que descontar para ampliar su cantidad de billetes. Asimismo, también asumían que, negándose a descontar efectos comerciales, podía bloquear la expansión de la oferta de billetes. Ninguna de ambas premisas, sin embargo, es correcta: si los agentes económicos no poseen activos descontables o, poseyéndolos,

no desean descontarlos, el Banco será incapaz de expandir su oferta de billetes; si, por otro lado, el Banco se niega a descontar efectos comerciales pero existe una fuerte necesidad de hacerlos circular como medio de cambio por la economía, se emplearán las letras o los cheques como sustitutos de los billetes (pues, como sabemos, todos ellos son créditos endosables).

- Los precios dependen directamente de la cantidad de dinero: Al no considerar la demanda de dinero, la Escuela Monetaria se adscribió a una explicación de la formación de precios donde éstos dependían exclusivamente de la cantidad de dinero y de crédito circulante, de ahí que sus teóricos atribuyeran el mismo efecto sobre los precios al aumento en la cantidad de "dinero" en forma de billetes convertibles en oro o en forma de papel moneda inconvertible. Además, tal relación tenía un carácter unidireccional: no concebían la posibilidad de que unos precios crecientes fueran los que dieran paso a una cantidad creciente de "dinero" (entendiéndolo en su acepción, es decir, billetes); por ejemplo, si los precios de los bienes de consumo suben, los efectos comerciales girados contra esa producción serán de un valor nominal mayor y, al ser descontadas por los bancos, la cantidad de billetes en circulación también se incrementará.
- Una cantidad excesiva de dinero dentro de un país dará lugar a saldos exteriores desfavorables como consecuencia de los altos precios y de los bajos tipos de interés: La consecuencia de todas las premisas anteriores es que la creación de dinero por parte de los bancos tenderá a elevar los precios y a reducir los tipos de interés, expulsando al oro del país de manera indefinida (pues la salida de oro no conllevará una reducción de la capacidad de los bancos para seguir emitiendo billetes o, al menos, no hasta que hayan perdido todas sus reservas de oro) y dando pie a un ciclo económico de auge y expansión. Se trata de las implicaciones del mecanismo flujo especie-dinero de Hume pero aplicado al caso de unos billetes de banco que pueden crearse a discreción de su emisor. El problema de esta premisa es que, como ya vimos en la lección anterior, los desequilibrios internacionales de carácter estacional no se saldaban con desplazamientos de oro, sino con cambios en los saldos deudores y acreedores que conllevaban apreciaciones o depreciaciones de los tipos de cambio que eventualmente eran compensados por desequilibrios internacionales en sentido contrario. El mecanismo flujo especie-dinero de Hume, de hecho, sólo operará siempre en economías con una circulación completamente metálica y en ausencia de pagos a crédito: justo la abstracción económica a la que la Escuela Monetaria se obsesionaba con reconducir toda la realidad.
- La convertibilidad es una condición necesaria pero no suficiente para garantizar una adecuada regulación financiera, por lo que es necesario separar al Banco de Inglaterra en dos departamentos: La Escuela Monetaria temía, como los mercantilistas, que todo el oro pudiese abandonar el país, precisamente porque el contraargumento más popularizado en contra de la doctrina mercantilista fue el mecanismo flujo especie-dinero que expuso Hume y que el Banco de Inglaterra tenía capacidad de abortar. Ante ello, la propuesta de reforma económica que idearon fue, siguiendo las líneas ricardianas, separar al Banco de Inglaterra en dos departamentos: uno de Emisión, que tratara de reproducir el presunto comportamiento de un sistema totalmente metálico, y el Bancario, que se dedicara a descontar efectos comerciales a partir de sus reservas de billetes del Departamento de Emisión. Huelga decir que semejante división carecía de fundadas razones económicas, pues simplemente buscaba forzar una contracción o expansión del crédito muy superior a la que en cada momento necesitaba la economía.

Los planteamientos de la Escuela Monetaria fueron contestados por la Escuela Bancaria, especialmente por Thomas Tooke, John Fullarton y James Wilson. Su idea fundamental era

que los teóricos de la Escuela Monetaria obviaban el esencial rol regulador desempeñado por la demanda de dinero, esto es, por los atesoramientos de oro que mantienen los agentes económicos. Incluso en un mundo con circulación exclusivamente metálica, los déficits exteriores o los superávits exteriores no tenían por qué afectar inmediatamente a los precios y a los tipos de interés forzando un inmediato reajuste de las pautas de consumo y de producción de los agentes económicos: al cabo, esos agentes económicos a buen seguro mantendrán saldos de tesorería precisamente para hacer frente a tales contingencias durante un tiempo sin tener que modificar sus planes de acción. Así las cosas, un agente (y un país) podía gastar más de lo que ingresara durante un tiempo echando mano de sus saldos de tesorería de oro y, viceversa, un agente podía ingresar, durante un tiempo, más de lo que gastaba en oro, precisamente para reponer o incrementar esos saldos de tesorería. No hay, pues, ninguna necesidad de que las salidas de oro se plasmen de inmediato en caídas de precios y en subidas de tipos de interés ni, tampoco, que las entradas de oro se trasladen a subidas inmediatas de precios y caídas de los tipos de interés. Así, de hecho, lo exponía Thomas Tooke en su libro *An Inquiry into the Currency Principle* (1844): "No puede considerarse una proposición extravagante el que, en un patrón perfectamente metálico, pudiesen darse, ocasionalmente y durante breves períodos de tiempo, fluctuaciones de al menos cinco o seis millones de libras que no alterara la cantidad de moneda en las manos del público y que no afectara al nivel general de precios".

Ahora bien, ¿cómo se trasladaba lo anterior a un sistema que, como el inglés, no era exclusivamente metálico? Según los teóricos de la Escuela Bancaria, los billetes del Banco de Inglaterra, al igual que los depósitos de los bancos o las letras de cambio, eran formas de crédito que permitían economizar el uso de la moneda de oro. No había ninguna diferencia significativa entre el billete y los demás instrumentos crediticios, tal como sí propugnaba la Escuela Monetaria. Tooke, en su cuarto volumen de *A History of Prices and the State of the Circulation* (1848) afirmaba que "los billetes de banco convertibles en oro forman parte del crédito papel de este país". John Fullarton lo dejó todavía más claro en su célebre libro *On the Regulation of Currencies* (1844): "El billete de banco es sólo una, y raramente la más importante, de las diversas formas en las que el crédito puede emplearse para facilitar los intercambios. No se lo puede incluir dentro de la genérica categoría de dinero sin avergonzarse inmediatamente por el hecho de excluir otros instrumentos que desarrollan en mayor o menor medida las funciones del dinero y que tienen tanto derecho a ser incluidos dentro de esa categoría, como son las letras de cambio, los cheques contra la banca y muchos otros activos crediticios". Lo que a juicio de Fullarton diferenciaba al dinero del crédito era, como también opinaba Robert Torrens, que fuese necesario un pago último para saldarlo; pero a diferencia de Torrens, Fullarton entendía claramente que los billetes de Banco no eran formas de pago últimas y, por eso, no eran dinero: "Es la necesidad de un pago final lo que constituye el verdadero límite a las transacciones a crédito (…) Esta es la principal distinción que establece la frontera entre la circulación del crédito y del dinero. Es la distinción que afecta a los billetes de banco del mismo modo y grado en que afecta a cualquier otra forma de crédito".

Por consiguiente, si un sistema de circulación exclusivamente metálica no habría funcionado tal como la Escuela Monetaria suponía, tampoco hay motivos para pensar que un sistema donde los cambios se realizan a través de instrumentos crediticios (billetes, depósitos, letras, etc.) deba comportarse del imaginario modo en que la Escuela Monetaria exigía, a saber, contrayendo las emisiones de billetes ante la salida de oro hacia el extranjero e incrementándolas con las entradas. Por el contrario, los bancos –y especialmente el Banco de Inglaterra– mantenían amplias reservas de oro precisamente para hacer frente a esas salidas transitorias hacia el extranjero. De nuevo, fue Fullarton quien expresó esta cuestión con mayor claridad: "Cuando la circulación está basada exclusivamente en dinero metálico, el

circulante adicional requerido para estos casos [carestías de oferta o excesos de demanda] se extraerá de los saldos de tesorería privados, mientras que cuando prevalece el sistema de circulación crediticio, los medios de cambio necesarios serán provistos por los bancos (…) El Banco de Inglaterra, cuando intenta responder a todas las peticiones de descuento que van apareciendo según sus reservas metálicas son exportadas, simplemente está tratado de lograr, en mi opinión, el mismo efecto que bajo un patrón metálico acaecería de manera natural".

En un sistema donde la mayoría de los pagos se realizaban con instrumentos crediticios, no es imperativo que la cantidad de billetes y otros medios de pago basados en el crédito se reduzca cuando las reservas de los bancos fluyan hacia el extranjero: de hecho, los bancos mantienen reservas de oro precisamente para hacer frente durante un tiempo a esa contingencia extraordinaria sin necesidad de reducir la cantidad de sus pasivos que se está empleando como medio de cambio dentro de la economía. Salvo que se haya producido un cambio estructural en las condiciones de la oferta o de la demanda de una economía, las salidas de oro debidas a déficits exteriores irán eventualmente seguidas de entradas de oro, lo que hace innecesario ajustar bruscamente la cantidad ante cualquier cambio: la cantidad de circulante debería ser aquella que en cada momento sirva para saldar los intercambios, esto es, aquella que se ajuste a las "necesidades del comercio" (otra forma de expresarlo sería decir que no hay ningún motivo para que, ante la más mínima contingencia, el comercio interno se vea alterado). Obviamente, los bancos no pueden protegerse de ningún modo frente a tales cambios cuando éstos tienen un carácter exógeno al sistema; ahora bien, los bancos sí deben evitar provocar endógenamente, mediante el crédito que extienden, cambios estructurales en el sistema económico que impulsen salidas de oro que sí pongan en riesgo la liquidez de las entidades financieras. De ahí que los bancos no se hayan de preocupar tanto por mantener constantes sus reservas metálicas cuanto por controlar la calidad del crédito que extienden.

Así las cosas, la Escuela Bancaria, al contrario que la Escuela Monetaria, no sólo se preocupó por la cantidad del crédito, sino especialmente por su calidad. Fue James Wilson, en *Currency, Capital and Banking*(1859), el que más sistemáticamente expuso esta cuestión. De acuerdo con Wilson, los banqueros deberían limitarse a descontar efectos comerciales contra sus pasivos a corto plazo, esto es, debían dedicarse a seguir la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith: "Un banquero debe vigilar la convertibilidad de sus activos por tratarse de su garantía última. En este sentido, las hipotecas han sido universalmente repudiadas como buenos activos bancarios. Estrictamente hablando, el perfecto activo para la banca debería combinar seguridad final, certeza en el pago en una fecha determinada y no lejana, capacidad para convertirse en dinero en caso de emergencia inesperada, y no estar sometido al peligro de la depreciación (…) Puede decirse que las letras de cambio de primera categoría poseen todos los requisitos del perfecto activo bancario en mayor medida que cualquier otro activo (…) En pocas palabras, las letras de cambio puede decirse que son el único activo en el que los banqueros pueden invertir con absoluta propiedad sus depósitos". ¿Y qué cabe entender por letras de cambio de primera categoría? El propio Wilson lo explicaba: "Una letra es buena y se sabe que va a ser pagada porque supuestamente representa bienes que ya han sido entregados al librado aceptante". Es decir, sólo se pueden admitir al descuento bancario aquellas letras que representen bienes producidos que se están vendiendo a los consumidores.

Wilson temía especialmente que la financiación bancaria no se concentrara en esos activos cualificados sino que se extendiera a todo tipo de proyectos, desplazando a los factores productivos que deberían estar centrados en fabricar bienes de capital circulante (que constituyen el colateral de los efectos comerciales descontados) hacia la elaboración de bienes de capital fijos. Los bancos podían tratar de ir más allá de la financiación del capital circulante

(efectos comerciales como las letras de cambio) y proceder a financiar activos a largo plazo. Pero, si ello sucediera, se estaría, a juicio de Wilson, sobreinvirtiendo en bienes de capital fijo e infrainvirtiendo en bienes de capital circulante, de modo que eventualmente terminaría produciéndose una carestía de bienes de consumo en el momento deseado: "Si el capital circulante de un país se dirige erróneamente a ser invertido en forma de capital fijo, es bastante claro que el resultado final será que, como los trabajadores empleados en las tareas representadas por el capital fijo no reproducen las mercancías que son consumidas en el proceso (u otras mercancías que puedan ser intercambiadas dentro o fuera del país por las mercancías demandadas), éstas devendrán escasas y caras, y en última instancia el fondo que permite emplear a los trabajadores se reducirá; y aquellos individuos que hubiesen retirado su capital circulante de sus usos habituales y lo hubiesen convertido en capital fijo, tendrán que reducir la escala de su negocio ordinario o sufrir el mayor bochorno debido a la ausencia del capital que habitualmente manejaban, por muy grande que puedan ser los beneficios anuales de esa inversión. Si bien es verdad que, durante el tiempo en que el capital circulante se transforma en fijo, habrá una aparente gran prosperidad". Wilson estaba así anticipando lo que un siglo más tarde se conocería como la Teoría Austriaca del Ciclo Económico tal como estudiaremos en la lección octava (como allí veremos, Hayek denominará de manera muy inapropiada a esta secuencia de hechos 'Efecto Ricardo', cuando sería mucho más riguroso denominarlo 'Efecto Wilson').

Thomas Tooke también efectuó un razonamiento similar, aunque menos elaborado, apoyándose en Wilson. Como sabemos, Robert Torrens le reprochó a Tooke que los efectos sobre los precios de un incremento en la cantidad de papel moneda convertible (billetes de banco) era el mismo que el de un aumento del papel moneda inconvertible. Evidentemente, los efectos de uno y otro no tenían mucho que ver. Los billetes de banco nacen del descuento de efectos comerciales que representan producción real: la oferta de medios de pago aumenta cuando lo hace la oferta de productos disponibles para ser adquiridos; además, los billetes de banco son amortizables en oro tan pronto como los efectos comerciales sean pagados, mientras que el papel moneda inconvertible son adiciones permanentes a la circulación. Tooke recogió estas dos ideas en *An Inquiry into the Currency Principle: "*La diferencia entre el papel moneda inconvertibles y los billetes de banco reside no sólo en el límite que la convertibilidad les impone a estos últimos, sino también en el modo en que son emitidos. Los billetes son emitidos a aquellos que, teniendo el derecho a recibir oro, desean acceder a esos billetes de manera anticipada (…). Su cantidad, por tanto, es un efecto y no una causa de la demanda. El papel moneda gubernamental de carácter coactivo, por el contrario, conforme va aumentando en cantidad, actúa directamente como una causa originaria sobre los precios y las rentas, convirtiéndose en una fuente nueva de demanda monetaria, depreciándose en valor con respecto al oro por mucho que conserve su valor nominal". Lo más relevante para nuestros propósitos, sin embargo, es la parcial equiparación que Tooke realizó unos pocos años después en el cuarto volumen de su *A History of Prices and the State of the Circulation* entre el papel moneda inconvertible y los billetes de banco emitidos contra inversiones a largo plazo: "Si bien en términos de circulación no tiene por qué haber diferencias entre si los descuentos del Banco de Inglaterra o de los bancos provinciales se efectúan sobre hipotecas o sobre efectos comerciales a corto plazo (…), sí puede haber diferencias significativas en su efecto sobre los precios. Se le puede reconocer al coronel Torrens que si los adelantos se efectúan sobre hipotecas, o si se conceden líneas de crédito por un período largo e indefinido (…), las emisiones de billetes podrían constituir una fuente nueva de demanda, causando un incremento temporal de los precios".

Wilson y Tooke, por consiguiente, conectan con la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith: sólo si los medios de cambio se crean contra producción presente y en alta demanda, no habrá inflación ni siquiera a corto plazo; si, por el contrario, los medios de cambio se crean

contra producción futura o producción presente en baja demanda (lawismo), sí la habrá. Pero en cualquiera de ambos casos, la capacidad de los bancos para incrementar o mantener el número de sus pasivos en circulación dependía enteramente de la demanda de crédito del resto de agentes económicos: si éstos no querían asumir nuevas deudas, no habría activos que descontar, y sin activos que descontar los bancos no podían emitir billetes. Por eso Tooke decía en *An Inquiry into the Currency Principle* que: "Ni los bancos provinciales ni el Banco de Inglaterra tienen un poder directo de incrementar el número de sus billetes en circulación". Pero, por ello mismo, los bancos tampoco tenían capacidad para restringir artificialmente la circulación en tanto en cuanto existiera demanda de crédito: dado que los billetes de banco sólo eran una forma más de crédito circulante, los agentes económicos siempre podían crear otros medios de cambio no bancarios (como las letras de cambio) que entrarían en la circulación por sus propios méritos para atender a las "necesidades del comercio". Tal como lo expresó otro miembro de la Escuela Bancaria, el filósofo Herbert Spencer, en su *State-tampering with money and Banks* (1854): "Cuando no se interfiere, la cantidad de billetes en circulación queda determinado por el monto de comercio (es decir, por la cantidad total de pagos a realizar). Se ha repetido hasta la saciedad en las más diversas comisiones de investigación que, cuando un banquero provincial reduce sus emisiones, simplemente da lugar a un paralelo incremento en sus banqueros vecinos. Y en el pasado hemos escuchado quejas en más de una ocasión referidas a que, cuando el Banco de Inglaterra procedía a retirar parte de sus billetes por criterios de prudencia, los banqueros provinciales rápidamente multiplicaban sus emisiones en un porcentaje similar. ¿No es evidente que esta relación que se da entre tipos diversos de billetes de banco se daría también entre billetes y otras formas de crédito papel?".

Para la Escuela Bancaria, los bancos eran intermediarios pasivos a la hora de gestionar la cantidad, la calidad y la estructura de la deuda deseada por el resto de agentes económicos. Sus billetes podían ciertamente sobreemitirse en caso de que existiera demanda de crédito a largo plazo y los bancos decidieran atenderla creando billetes o depósitos a la vista, en lugar de captando capital a largo plazo. Pero incluso en ese caso patentemente distorsionador, la Escuela Bancaria era bastante optimista: en tanto en cuanto los pasivos de la banca fueran convertibles en oro, toda sobreemisión tenderá a autorrevertirse a corto plazo. Llegamos así a lo que muchos consideran el núcleo de la Escuela Bancaria: el Principio Bancario también conocido como la Ley del Reflujo.

La Ley del Reflujo afirma que, mientras se mantenga la convertibilidad en oro de los billetes de banco, su oferta no podrá superar a su demanda. Si los agentes económicos acaparan más billetes de los que necesitan, efectuarán una de estas tres operaciones: o bien los redepositarán en el banco (cobrando intereses por los depósitos), o bien los utilizarán para prepagar parte de sus deudas con el banco (ahorrándose el pago de intereses), o bien los convertirán en oro (conservando su liquidez en un instrumento más líquido y seguro que los billetes, como es el oro). La Ley del Reflujo fue popularizada y acuñada por Fullarton:

La perfecta convertibilidad es indudablemente una condición necesaria de cualquier sistema monetario sano. Es una eficaz protección contra el descrédito interno y la mejor prevención de las más violentas aberraciones de los tipos de cambio con países extranjeros. Pero no es tanto por la convertibilidad en oro, sino por la regularidad del reflujo, por lo que la redundancia de billetes de banco resulta imposible. Cuando llegan a las manos de un individuo una mayor cantidad de billetes del Banco de Inglaterra de los que ese individuo va a necesitar de manera inmediata, no

acudirá al Banco a cobrarlos en oro, salvo que los necesite para la exportación; simplemente los depositará en su banco privado, el cual probablemente los redepositará en el Banco de Inglaterra o los lanzará al mercado de descuento, donde llenarán el hueco que van dejando los billetes que continuamente refluyen hacia el Banco. Este reflujo es el gran principio regulador de la circulación interna.

El propio Tooke se sumó entusiastamente a esta Ley del Reflujo: "El reflujo se produce por dos vías: depositando en el banco el exceso de billetes o usando los billetes para amortizar los activos descontados. Una tercera vía sería mediante la conversión en oro de los billetes. Esta última parece ser la única vía por la que, según los teóricos de la Escuela Monetaria, se puede poner fin a una circulación excesiva". Y, de hecho, si por algo se recuerda a día de hoy a la Escuela Bancaria es, sin duda, por la famosa Ley del Reflujo.

Por desgracia, este Principio Bancario es incompleto por cuanto no resulta universalmente válido. Centrados en rebatir los argumentos de la Escuela Monetaria tratando de demostrar que, de un modo u otro, los billetes sobreemitidos tenderían a desaparecer, los teóricos de la Escuela Bancaria se apartaron de la línea de investigación iniciada por Adam Smith y, hasta este punto, magistralmente desarrollada por ellos mismos: exponer la relación entre la iliquidez bancaria (la violación de los criterios de prudencia bancaria trazados por la Doctrina de las Letras Reales) y las fluctuaciones económicas y financieras.

El propio James Wilson había demostrado que redirigir los factores productivos desde el capital circulante al capital fijo, por la vía de descontar activos distintos a efectos comerciales de primera calidad, tendía a causar ciclos de malas inversiones generalizadas. La cuestión fundamental, por tanto, no era si la cantidad de billetes de banco, frutos de esos descuentos, era mayor o menor, sino si los bancos comerciales estaban proporcionando financiación –vía billetes o vía depósitos– a proyectos autoliquidables por estar vinculados a producción presente altamente demandada (Doctrina de las Letras Reales) o, al contrario, se la estaban proporcionando a proyectos que recogían el valor presente de la producción futura (lawismo), siendo esta última financiación la causante endógena de las fluctuaciones financieras y de los pánicos bancarios (tal como desarrollaremos con más extensión en la lección octava).

La Ley del Reflujo era ciertamente válida cuando los activos descontados eran los propuestos por Adam Smith (efectos comerciales a corto plazo girados contra bienes de consumo en alta demanda): no puede existir una sobreemisión de billetes contra estos activos, pues los agentes que los reciban y que no deseen atesorarlos o bien los convertirán en un depósito remunerado a corto plazo (lo que dará tiempo para que los activos descontados se amorticen contra oro), o bien lo emplearán en reducir de manera anticipada las deudas que mantienen con los bancos, derivadas del descuento de efectos comerciales . En ambos caso se mantiene la plena liquidez del activo de los bancos y, sobre todo, no se produce un trasvase de capital circulante a capital fijo inmovilizado.

Cuestión muy distinta se da cuando los bancos deliberadamente violan la Doctrina de las Letras Reales y utilizan sus pasivos a la vista o a corto plazo para financiar inversiones a largo plazo o de alto riesgo. En estos casos, ni la primera ni la segunda vía de la Ley del Reflujo sirven para constreñir el crédito bancario dentro de sus propios límites. Por un lado, que los billetes nacidos del descuento de activos ilíquidos se redepositen en el banco sólo cambia la forma concreta del pasivo bancario, pero no interrumpe la financiación que el banco no debería estar prestando a esos activos a largo plazo o de alto riesgo; por otro, que los billetes nacidos del descuento de activos ilíquidos se empleen para saldar otras líneas de crédito

previamente extendidas por el banco sólo equivale a que unos deudores del banco paguen sus deudas gracias al nuevo, imprudente e insostenible endeudamiento de otros deudores, sin que, por tanto, se interrumpa la financiación agregada a proyectos empresariales con plazos y riesgos demasiado prolongados e intensos.

Por ejemplo, supongamos que los agentes sólo necesitan emplear en la circulación billetes de banco por importe de 500 onzas de oro. Si un banco incrementa sus descuentos imprudentemente descontando una hipoteca a 20 años por importe de 250 onzas, habrá un exceso de billetes por valor de 250 onzas en circulación. La primera vía para contrarrestar ese exceso, según la Ley de Reflujo, sería convertir ese exceso en depósitos a la vista remunerados del banco, pero en tal caso resulta evidente que la financiación excesiva a las hipotecas no se cortociruita.

Tres cuartos de lo mismo cabe decir con respecto a la segunda posibilidad. Si los billetes excesivos emitidos contra las hipotecas alcanzan las manos de los deudores del banco en concepto de las letras, podrán proceder a amortizarlas anticipadamente por importe de 250 onzas de oro. Pero el resultado final de esta operación será que la mala financiación a las hipotecas (el trasvase de capital circulante a capital fijo) se mantendrá, habiendo los librado aceptantes amortizado anticipadamente sus letras con cargo al endeudamiento de los hipotecados.

Ambas manifestaciones de la Ley del Reflujo, por consiguiente, no garantizaban en absoluto que se liquidaran las malas inversiones de la banca, pues, lejos de forzar una corrección, consolidaban y permitían alargar sus malas políticas de descuento. De ahí que, además, la banca no tuviera un papel tan pasivo a la hora de gestionar el crédito como la Escuela Bancaria le atribuía: es verdad que la demanda de crédito desempeña un papel esencial y en cierto modo preponderante sobre la oferta, pero las condiciones de la oferta de crédito de los bancos pueden deteriorarse en exceso para inducir una sobredemanda de crédito por parte de los agentes económicos; una circunstancia que la Escuela Bancaria sólo tuvo en cuenta de un modo muy marginal y auxiliar.

Así pues, el único y auténtico límite que existía frente a la imprudencia financiera de los bancos era el tercero: la necesidad de convertir los billetes (en realidad, los pasivos) excesivos de la banca en oro. Límite que, además, comenzaba a operar no por los cambios internacionales en el nivel de precios (tal como el mecanismo flujo especie-dinero de Hume asumía), sino por las alteraciones en los tipos de interés: en el interior del país, unos tipos de interés demasiado bajos estimulaban el atesoramiento de dinero de manera preferente sobre los depósitos bancarios (y otras inversiones) de muy bajo rendimiento (como el propio Fullarton decía: “la cantidad de atesoramiento no está gobernada por el nivel de precios, sino por el tipo de interés”); en el exterior, unos tipos de interés superiores a los nacionales atraían o retenían el oro que tenían derecho a importar los acreedores nacionales y depreciaban el tipo de cambio. Sólo si esa fuga de capitales líquidos hacia el atesoramiento interior o hacia las inversiones exteriores se prolongaba durante largos períodos de tiempo debido a las amplias reservas de tesorería de los bancos o a los amplios saldos acreedores contra el extranjero, los precios comenzaban a incrementarse como consecuencia no de la emisión creciente de billetes, sino del trasvase de capital circulante a capital fijo: la demanda de bienes

de consumo seguía tan elevada como siempre, mientras que su oferta comenzaba a escasear por insuficiencia de factores dedicados a su fabricación, generando así un déficit comercial que aceleraba las salidas de oro tal como describió Hume.

Ciertamente, Fullarton no era ajeno a la crítica que hemos efectuado a su demasiado amplia Ley del Reflujo, y de hecho era consciente de que la garantía última residía en la conversión de los pasivos bancarios en oro:

Se ha alegado que el Banco de Inglaterra sí tiene el poder de insertar sus billetes de manera permanente emitiéndolos contra deuda pública, acciones y otros activos a muy largo plazo (…) Ciertamente, tales opiniones podrían tener algún sentido si fuese indispensable que los billetes regresaran al banco únicamente en concepto de amortización de esos específicos activos descontados; si bien, aun en tal caso, la reducción del tipo de interés de mercado, que iría aparejada a este tipo de operaciones de descuento del Banco de Inglaterra, provocaría una exportación de oro que inevitablemente aliviaría al mercado antes de influir sobre su valor. Pero no es necesario llegar tan lejos (…) Mientras el exceso de billetes subsistiera, toda letra de cambio que acudiera al Banco de Inglaterra para su descuento sería interceptada con anterioridad [por los tenedores de los billetes]. El Banco iría viendo cómo los activos previamente descontados irían siendo amortizados con sus billetes, al tiempo que no podría incrementar su emisión de nuevos billetes por no encontrar gente que se los demandara.

Parece claro que Fullarton optó por centrarse en estudiar cómo un exceso cuantitativo de billetes tendía a ir desapareciendo autónomamente del mercado en lugar de analizar cómo, pese al reflujo de billetes, el crédito de mala calidad podía consolidarse en el balance de los bancos a menos la conversión en oro de sus pasivos terminara forzando su liquidación. En esta área sí cabría decir que Fullarton y el conjunto de la Escuela Bancaria cayeron presa de los cuantitativistas y ricardianos términos del debate planteados por la Escuela Monetaria: en lugar de estudiar la calidad de los activos bancarios se volcaron a analizar la autorregulación del monto de los pasivos.

Pese a este inconsistente error de la Escuela Bancaria, sus teóricos sí entendían que, en ocasiones, el simple reflujo no bastaba y que no quedaba otro remedio que proceder a liquidar los malos activos bancarios y a contraer internamente el crédito. Ahora bien, debido a la dureza del proceso, todos coincidían en que debía tener un carácter extraordinario y de último recurso. Según Fullarton:

[La contracción del crédito] es un remedio que, para ser eficaz, debe ser siempre violento. Todo el marco de la confianza comercial quiebra, aquellos que compraron bienes a crédito se sienten forzados a venderlos, y el precio de las mercancías se reduce hasta unos niveles tan bajos en que las importaciones se detienen y atraen compras extranjeras de carácter extraordinario. Mediante medidas tajantes de esta clase, tomadas en el momento oportuno, el Banco de Inglaterra puede normalmente tener éxito a la hora de atraer oro desde el extranjero; y no digo que no haya casos en

los que el Banco no tenga la obligación de adoptarlas como el mal menor, en su propia protección e incluso de la comunidad. Pero siempre será una alternativa a lamentar y que en la gran mayoría de los casos resultará evitable.

Como sabemos, la Escuela Monetaria consideraba que esta contracción crediticia promovida por el Banco de Inglaterra debía darse siempre que apareciera un déficit exterior y el oro comenzara a abandonar el país. Al fin y al cabo, la Escuela Monetaria partía de la tradición ricardiana según la cual todo déficit exterior se debe a una excesiva oferta interna del metal amarillo que sólo puede corregirse redistribuyendo esa cantidad redundante por el resto del mundo. La Escuela Bancaria, por el contrario, heredera del bullionismo moderado de autores como Henry Thornton, era consciente de que no todos los déficits exteriores se debían a un exceso de circulante interno: sin necesidad de que existiera una redundancia de circulante, estacionalmente podían surgir déficit o superávits exteriores (si el país A le vende ropa de verano al país B y el país B le vende ropa de invierno al país A, el país A tenderá a acumular superávits en verano y déficits en invierno, y viceversa) y excepcionalmente podían darse aumentos extraordinarios de la demanda de mercancías extranjeras (por ejemplo, las malas cosechas internas podían disparar la demanda de trigo extranjero, causando un déficit exterior de carácter coyuntural). Precisamente para suavizar esos desequilibrios externos era para lo que la Escuela Bancaria defendía echar mano de las reservas de tesorería de los agentes económicos: si se trata de fluctuaciones estacionales o extraordinarias en el comercio internacional, por pura lógica tenderán a ir apareciendo fluctuaciones del signo contrario en el futuro, compensándose entre sí.

Tooke, de hecho, resumía las diferencias esenciales entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria en este punto: mientras que los primeros buscaban imponer un violento ajuste económico ante el más mínimo déficit exterior, los segundos entendían que en la mayoría de las ocasiones bastaba con reducir los saldos de tesorería y esperar a que sean repuestos en el futuro con superávits exteriores, reservando las violentas contracciones del crédito para situaciones excepcionales y no reversibles sin esa contracción (la violación de la Doctrina de las Letras Reales por parte de los bancos):

La principal diferencia entre un sistema de banca y otro es la mayor o menor propensión a experimentar movimientos bruscos en los tipos de interés y en la situación de crédito comercial (…) Ante una completa separación de las funciones de emisión y de banca, la transición sería mucho más abrupta y violenta que en el sistema actual (…) En mi opinión, puede haber variaciones en los pagos internacionales (en la balanza comercial) que no se deban a cambios en el valor de los medios de cambio de los países acreedor y deudor, de modo que es de suponer que una salida de oro de cuatro, cinco o seis millones de libras será seguida por un reflujo igual en no mucho tiempo.

La separación del Banco de Inglaterra en dos departamentos no era, pues, una buena receta para combatir la inestabilidad financiera que padecía el país: al contrario, tendería a causar ajustes violentos y autoagravantes en muchos casos donde no había ninguna necesidad de interrumpir el flujo de crédito. Cuando el Departamento Bancario veía reducidas sus reservas de billetes del Departamento de Emisión, aun cuando éste siguiera disponiendo de abundantes reservas de oro, debía proceder a vender contra billetes en circulación sus activos crediticios para poder seguir atendiendo la conversión de sus depósitos en billetes, todo lo cual contribuía a elevar los tipos de interés y deprimir los precios. Este comportamiento del Departamento

Bancario podía, además, tender a realimentarse: si, por ejemplo, ante un déficit exterior parte de los billetes del Departamento de Emisión se transformaban en oro para su exportación, la insuficiencia de circulante podía llevar a los agentes a demandar la conversión de los depósitos del Departamento Bancario en billetes, forzando a éste a liquidar todavía una mayor cantidad de sus activos, agravando la carestía de billetes y generando un pánico interno que bien podría llevar al Departamento de Banca a la suspensión de pagos pese a que el Departamento de Emisión contara con abundantes reservas de oro. Tal como advirtió Thomas Tooke en el tercer volumen de *A History of Prices and the State of the Circulation* (1840):

Aunque tal separación de los Departamentos, si pudiese ser realmente preservada, garantizaría la convertibilidad de los billetes ante cualquier demanda previsible de oro, también podría acarrear efectos extravagantes ante circunstancias bien factibles (…) Una fuerte demanda sobre el Departamento Bancario que superara la disponibilidad de sus billetes, de oro y de activos fácilmente convertibles en oro, le obligaría a solicitar al Departamento de Emisión un préstamo de billetes o de oro; pero si este Departamento es realmente inflexible, el Bancario podría estar abocado a suspender pagos aun cuando el de Emisión operase con normalidad.

Ahora bien, si la separación del Banco de Inglaterra en dos Departamentos no funciona, ¿cuál debería ser para la Escuela Bancaria la reforma a aplicar para poner fin a las fluctuaciones financieras que el retorno a la convertibilidad no consiguió aplacar? En el campo de propuestas prácticas la Escuela Bancaria no adoptó una posición unánime, en gran parte por su inadecuada comprensión de la Ley del Reflujo. Por un lado, Thomas Tooke defendió incrementar las reservas de oro del Banco de Inglaterra para que éste fuera capaz de afrontar fugas de oro más prolongadas y, sobre todo, para que no tuviese una política de descuento tan generosa: "El cambio que yo sugeriría es muy sencillo: (…) los directores del Banco deberían proponerse mantener en reserva una cantidad media de oro muy superior a la que les interesa a los propietarios mantener. El error fundamental en la gestión del Banco durante los últimos años ha sido intentar regular una gran cantidad de billetes y depósitos sobre unas reservas medias de oro demasiado pequeñas, dando lugar a una banca sobredimensionada". El error de Tooke fue, justamente, pensar que los problemas del Banco de Inglaterra procedían de la cantidad de descuentos y no de su mala calidad: cayendo, de nuevo, en errores propios de la Escuela Monetaria, el problema fundamental a resolver no era el de cómo restringir el monto total de descuentos, sino el de lograr atarlo a activos autoliquidables que respetaran la Doctrina de las Letras Reales.

Mucho más acertado, como casi siempre, estuvo James Wilson, quien intuyendo mucho mejor el verdadero problema de lo que lo hacían Tooke o Fullarton, propuso como verdadera solución liberalizar el mercado bancario para que fuera la libre competencia la que limitara la gestión imprudente de los malos banqueros:

Comenzamos dándole privilegios al Banco de Inglaterra y estos privilegios ya fueron suficientes como para evitar que se desarrollara una banca asentada en principios sanos. Luego establecimos y limitamos el número de socios que podían aportar capital en un banco (lo que incrementó directamente la inseguridad en la banca). Prohibimos más tarde el establecimiento de bancos de emisión dentro de ese círculo, donde a buen seguro sólo los bancos fuertes y sanos podrían haber arraigado y extender

su influencia por todo el país, como sucedió desde Edimburgo a toda Escocia. E interferimos por la vía de numerosas regulaciones para proteger los privilegios del Banco de Inglaterra, evitando efectivamente la acción conjunta de la opinión del público y de la libre competencia que tan buenos resultados ha dado en Escocia (…) Si dejáramos sola a la banca y la liberáramos de la eterna interferencia de los reguladores, y de la prohibitiva influencia de los monopolios, ésta tendería a autorregularse bajo la libre competencia como sucede con cualquier otra industria. Se ha demostrado por la experiencia que la intervención del gobierno para proteger e imponer la prudencia al público en estas materias es un fraude práctico y un engaño, y que siempre ha tenido como propósito consolidar y mantener algún monopolio o clase privilegiada.

Quede claro, sin embargo, que esta posición no era ni mucho menos unánime dentro de la Escuela Bancaria, pues el propio Tooke era favorable al monopolio del Banco de Inglaterra y consideraba que "la libertad en materia bancaria es sinónimo a la libertad en materia de estafa". No obstante, dejamos el debate doctrinal entre los defensores de la banca libre y de la banca central monopolística para el último epígrafe de esta lección.

En resumen, las premisas que definieron a la Escuela Bancaria y la contrapusieron a la Escuela Monetaria fueron los siguientes:

- La demanda de dinero juega un papel esencial: El atesoramiento de dinero permite a los agentes económicos hacer frente a desembolsos extraordinarios sin necesidad de interrumpir sus transacciones ordinarias. La Escuela Monetaria simplemente asume que todo el dinero existente circula, esto es, que el atesoramiento no desempeña ningún rol.
- Los billetes de banco son una forma de crédito circulante: No existe diferencia sustancial entre los billetes de banco, los depósitos o las letras; todo son formas de crédito que se utiliza como medio de cambio y que permiten economizar la cantidad de oro empleada en los intercambios.
- La oferta de crédito queda subordinada a la demanda: Sin demanda de crédito (sin activos que llevar a los bancos para ser descontados) no puede existir oferta de crédito; asimismo, si los bancos optan por restringir la oferta de crédito y existe suficiente demanda solvente del mismo, tenderán a aparecer otras formas de crédito circulante (como las letras de cambio) que lo reemplecen en sus funciones (si bien, por lo general, con peores características). El único error de la Escuela Bancaria en esta parte fue obviar la capacidad que tenían los bancos de influir sobre la demanda de crédito al deteriorar su liquidez ofreciendo condiciones crediticias demasiado laxas.
- Los precios dependen directamente de la intensidad de la demanda: Los aumentos de precios no son consecuencia de un incremento de la cantidad de circulante, sino de un incremento de la porción de la renta que los agentes económicos desean destinar al consumo. Es esa mayor propensión a consumir la que, de hecho, incrementará la cantidad de circulante (la cantidad de los descuentos contra bienes de consumo en alta demanda se incrementará). Los bancos sólo podrían incrementar los precios sin que aumentara originariamente la demanda de bienes de consumo por la vía de deteriorar su liquidez descontando activos que recogen el valor monetario de bienes futuros.

- Los saldos exteriores desfavorables pueden emerger por múltiples causas y no tienen por qué saldarse con una contracción de la circulación interna: Los saldos exteriores desfavorables no se deben necesariamente a una excesiva oferta interna de dinero, sino que pueden traer causa en un súbito aumento de la demanda de mercancías extranjeras. Además, una vez se genera el déficit exterior, lo primero que sucede es que los saldos acreedores que el país guarda con el extranjero se van reduciendo, depreciándose con ello el valor de la divisa nacional en relación con el de la divisa extranjera. Sólo si la depreciación de la divisa no sirve para reorientar el consumo interno hacia la exportación, el oro comenzará a salir del país, y sólo cuando la salida del oro del país ponga en riesgo la liquidez de los bancos, éstos deberán proceder a contraer el crédito y alterar las pautas ordinarias de especialización interna. Ahora bien, y esto es lo que le faltó completar a la Escuela Bancaria, también puede suceder que los bancos degraden deliberadamente su liquidez violando la Doctrina de las Letras Reales, lo que hará que los efectos anteriores se veran acompañados de una producción de bienes de consumo progresivamente menor que encarecerá su precio (por el "Efecto Wilson") y agravará el déficit exterior hasta que, en efecto, los bancos procedan a contraer su crédito excesivamente laxo.
- La correcta regulación del crédito bancario viene dado por la Ley del Reflujo, dentro de la cual se inserta la convertibilidad de los pasivos bancarios en oro: Si los bancos cumplen con la Doctrina de las Letras Reales, la sobreemisión de billetes de banco es imposible, pues la Ley del Reflujo tenderá a restringirlos convirtiéndolos en depósitos, destinándolos a prepagar las letras y amortizándolos en oro. Sucede, sin embargo, que la Ley del Reflujo funciona de manera mucho menos perfecta cuando los bancos violan la Doctrina de las Letras Reales y, por tanto, incrementan imprudentemente sus pasivos contra activos que no deberían haber admitido a descuento.

En el terreno de las ideas, la Escuela Bancaria era muy superior al de la Escuela Monetaria, pero en la arena política terminó imponiéndose la segunda sobre la primera. En 1844, el Parlamento inglés aprobó la llamada Ley de Peel, promovida por el mismo Robert Peel que había impulsado, un cuarto de siglo antes, el retorno a la convertibilidad de la libra en oro. La Ley de Peel de 1844 consolidaba y reforzaba el monopolio de la emisión de billetes por parte del Banco de Inglaterra, acabando de facto con los escasos resquicios de libertad bancaria que imperaban en el Reino: se prohibía en toda Gran Bretaña la creación de nuevos bancos con capacidad para emitir billetes, se impedía la emisión de nuevos billetes a los bancos ya establecidos y se ratificaba el curso legal de los billetes del Banco de Inglaterra (instituido en la renovación de sus estatutos en 1833). Pero, sobre todo, la Ley de Peel procedía a separar el Banco de Inglaterra en dos departamentos: el de Emisión y el Bancario. El primero mantendría en su activo una cantidad constante de 14 millones de libras en deuda gubernamental contra los que habría emitidos 14 millones de libras en billetes, de modo que toda emisión adicional de billetes se tendría que realizar aumentando las reservas de oro en el activo (coeficiente de caja del 100% para los billetes en exceso de 14 millones de libras). El segundo se dedicaría a descontar libremente efectos comerciales contra sus depósitos pagaderos en billetes del Departamento de Emisión (para lo cual contaría con unas reservas variables de esos billetes). Se trata, pues, del modelo de banca impulsado por los teóricos de la Escuela Monetaria y que hundía sus raíces en Ricardo.

De hecho, si quedaran pocas dudas sobre qué ideas inspiraron la confección de la ley, el propio Robert Peel se encargó de despejarlas en su discurso de defensa de la misma, pronunciado el 6 de mayo de 1844:

Debo dejar bien claro desde el comienzo que cuando uso la palabra "dinero" me estoy refiriendo a la moneda presente en el Reino y a los billetes pagaderos a su tenedor a la vista. Cuando hablo de "papel moneda", me refiero sólo a esos billetes. No incluyo en tal definición las letras de cambio, los giros sobre los bancos u otras formas de crédito papel (…) A mi entender, existe una distinción material entre el carácter de un billete pagadero a su tenedor a la vista y otras formas de crédito papel, y entre los efectos que cada uno provoca sobre los precios de las mercancías y los tipos de cambio. El primero desempeña todas las funciones del dinero (se transmite de mano en mano sin necesidad de endoso y sin ser examinado, salvo que haya sospechas de falsificación): es, de hecho, aquello que dice ser, moneda o medio circulante. No niego que otras formas de crédito papel puedan tener algunos efectos en común con los billetes del Banco de Inglaterra, que todos ellos tiendan a economizar el uso de dinero metálico, o que ejerzan una influencia común sobre el valor del oro en tanto en cuanto vuelven prescindible usarlo y por tanto dejan disponible una mayor cantidad del mismo para el resto del mundo. Pero creo que la experiencia demuestra que el papel moneda, es decir, los billetes pagaderos a sus tenedores a la vista, guardan una cierta relación con la moneda de oro y los tipos de cambio distinta a la del resto de crédito papel.

(…)

Nuestro propósito es que haya una cantidad de papel que no tiene por qué ser fija en su valor nominal, sino que sea una cantidad de papel equivalente en valor a la moneda que representa. Que el papel sea más barato que la moneda es un mal, no una ventaja. El sistema, por tanto, ha de proporcionar una cantidad constante de papel igual en valor a la moneda, y variarla en cantidad para asegurar que en todo momento sea convertible en moneda.

La aprobación de la Ley de Peel, por consiguiente, resultaba ser un test empírico sobre la validez de las ideas de la Escuela Monetaria y, en este sentido, los resultados no pudieron ser más devastadores: las crisis financieras no sólo no desaparecieron del mapa, sino que en cada una de ellas hubo que suspender la Ley de Peel (en 1847, en 1857 y en 1866) para que la crisis dejara de agravarse. La pauta común en todas estas crisis fue que, conforme las reservas de billetes del Departamento Bancario fueron agotándose, los descuentos que ofrecía al resto de agentes económicos se paralizaron, de modo que éstos, conscientes de que no podrían lograr, ni siquiera contra sus activos autoliquidables, ninguna cantidad de billetes del Departamento de Emisión cuando la necesitaran, anticiparon su demanda por los mismos a partir de sus depósitos en el Departamento Bancario para proceder a atesorarlos (para que así los tuvieran disponibles en sus transacciones más importantes). La consecuencia de todo ello fue, justamente, la que la Escuela Bancaria había pronosticado: la paralización de los descuentos comerciales impedía el uso del crédito circulante más habitual y confiable (billetes del Banco de Inglaterra) y derribaba toda la estructura de pagos a crédito del sistema económico, empeorando innecesariamente la crisis financiera. De hecho, en las crisis de 1847 y 1866, sólo fue necesario que el ministro de Hacienda inglés remitiera una carta a los directores del Banco de Inglaterra anunciándoles que el Gobierno tenía la intención de promover en el Parlamento una suspensión temporal de la Ley de Peel de 1844 (sin que siquiera la llegara a suspender y a emitir un solo billete) para que el pánico desapareciera y

los intercambios con instrumentos crediticios reanudaran su curso habitual: los agentes económicos no necesitaban mayor cantidad de billetes, sino tener la confianza de que, si los necesitaban, podrían obtenerlos.

El Principio Monetario recogido por la Ley de Peel siguió vigente en Inglaterra hasta la aprobación de la *Currency and Bank Notes Act* de 1928, cuando se autorizó al Departamento de Emisión a emitir billetes no sólo contra oro. Sin embargo, como también supo prever la Escuela Bancaria, la restricción artificial de un tipo de crédito circulante (los billetes de banco), ya había llevado previamente a que el resto de formas de crédito circulante fueran expandiéndose hasta volver marginales los billetes de banco. Como expuso Hartley Withers en el prólogo de la duodécima edición del libro de Walter Bagehot *Lombard Street*(prólogo escrito en 1915): "Ahora ya se percibe más claramente que el dinero de Inglaterra es el cheque, un instrumento que puede multiplicarse hasta cualquier extensión con el único límite de la prudencia de los banqueros y los colaterales que puedan proporcionar sus clientes; los billetes del Banco de Inglaterra ya sólo se usan como parte de las reservas de los bancos (…) El uso del cheque no es que haya modificado el sistema financiero inglés, es que lo ha revolucionado al liberarlo de los grilletes de la Ley de Peel de 1844".

La Escuela Monetaria, por consiguiente, hizo prevalecer sus ideas en Reino Unido durante más de 80 años sin que con ello desaparecieran las crisis financieras. Acaso podría pensarse que la Ley de Peel no fue lo suficientemente restrictiva y que habría sido necesario someter al Principio Monetario no sólo los billetes sino también los depósitos del Banco de Inglaterra, pero recordemos que eso mismo es lo que hizo la Regla de Palmer hasta 1844 –dejar que los pasivos totales del Banco fluctuaran según las entradas y salidas de oro de sus reservas– con tan pobres resultados que la Escuela Monetaria se sintió en la necesidad de enmendarla. Acaso se piense, entonces, que habría que extender el Principio Monetario a todo el sistema bancario inglés, pero no olvidemos que en tal caso seguiríamos dejando fuera de esa regulación a todas las formas de crédito no bancarias (letras de cambio o pagarés de empresa, por ejemplo), con lo que la única forma de verdaderamente limitar el uso del crédito como medio de cambio sería prohibir todo intercambio aplazado.

Sea como fuere, y como ya hemos expuesto, las consecuencias prácticas de la Ley de Peel, todavía extensibles a la actualidad, fueron la supresión de la libertad y competencia bancaria en materia de billetes que habían venido prevaleciendo en Escocia y limitadamente en Inglaterra. Precisamente, éste será el asunto del último epígrafe de esta lección.

Conclusiones

Adam Smith fue, por lo general, un brillante economista monetario. Sin embargo, hubo un aspecto conceptual donde significó un grave retroceso frente a la tradición anterior: hablar de los billetes de banco como medios de cambio que sustituían al oro. Es verdad que, para Smith, la consecuencia de que lo sustituyeran era que permitían economizar su uso y es verdad que, en cierto modo, el proceso puede describirse de esta manera. Pero, al mismo tiempo, puede inducir a grandes errores: el billete de banco no sustituye materialmente al oro, sino que, como decimos, se limita a economizar su uso. Si, en lugar de billetes, el instrumento economizador hubiesen sido los depósitos bancarios gestionados mediante transferencias electrónicas, es de suponer que nadie hubiese hablado de ninguna sustitución de un instrumento material (el oro) por otro inmaterial (anotaciones en cuenta), salvo en un sentido muy general (el sistema de pagos electrónicos sustituye al sistema de pagos en metálico). Cuando los pagos se efectúan mediante órdenes de transferencia sobre depósitos, todo el mundo visualiza mucho más claramente que esos pagos se realizan referenciando unas cantidades de oro que no es necesario que se hallen físicamente en la transacción. Es decir,

todo visualiza con claridad que el sistema bancario maximiza las transacciones monetarias que pueden realizarse con una cantidad dada de oro.

Como ya vimos en la lección tercera, Richard Cantillon entendió desde un comienzo el proceso, afirmando que los pagos a crédito tendían a acelerar la velocidad de circulación del dinero. Smith en ese aspecto concreto fue mucho más confuso (aunque puede efectuarse una exégesis generosa de su obra, como intentamos hacer en la lección tercero) y esa confusión terminó por impregnar a una Escuela Monetaria y *también* –aunque en mucha menor medida– a una Escuela Bancaria que o no habían leído a Cantillon o no lo habían interiorizado correctamente. Al cabo, si en lugar de pelearse por descubrir qué instrumentos crediticios formaban parte de lo que hoy podríamos llamar "oferta monetaria" se hubiesen limitado a comprender que todos los pagos a crédito economizan el uso del dinero y aumentan su velocidad de circulación, su discusión habría resultado del todo innecesaria.

Cuando uno entiende adecuadamente que –tal como insistiremos en la lección séptima– todos los pagos aplazados conllevaban movimientos de bienes pero no movimientos de dinero, es evidente que una misma base de dinero puede pasar a realizar un volumen de transacciones mucho mayor. Y es evidente que la cuestión a pasa a ser no si hay muchos o pocos billetes, cheques o letras de cambio en circulación, sino si esos distintos tipos de pagos a crédito han dado lugar a intercambios de bienes dentro del sistema económico que son consistentes entre sí (en la lección octava desarrollaremos bastante más este punto). Es decir, la cuestión pasa a ser no tanto si existe mucho crédito (la cantidad), cuanto si ese crédito se puede pagar en tiempo y forma (la calidad).

A la luz de nuestras reflexiones anteriores, debería resultar palmario que la Escuela Bancaria se aproximó mucho más a la esencia del problema de lo que lo hizo la Escuela Monetaria. Pero la Escuela Bancario tampoco fue inmune a estos problemas, tal como se refleja con claridad en una descripción de la Ley de Reflujo que en nada impedía, por sí misma, que las transacciones a crédito se desarrollaran durante prolongados períodos de tiempo de un modo inconsistente y distorsionador. Pero, aun así, no cabe duda de que sus teóricos colocaron casi siempre el foco en la esencia del problema: no en cómo limitar cuantitativamente el crédito circulante, cuanto en fomentar que se adaptara a las necesidades del comercio sin que ello pusiera en riesgo su convertibilidad. Es decir, la preocupación se volcaba en que el crédito circulante que se creara mediante cualquier mecanismo fuera en todo momento convertible en oro no por su arbitraria restricción cuantitativa, sino por nacer de unos activos solventes y líquidos que aseguraban su repago (Doctrina de las Letras Reales).

Un problema este último que la Escuela Monetaria despreciaba y que prefirió sustituir por el de asegurar la convertibilidad de uno sólo de los muchos tipos de crédito circulante: los billetes de banco. La consecuencia lógica no se hizo esperar: las insanas transacciones a crédito se dejaron de canalizar vía billetes y pasaron a hacerlo vía otros instrumentos crediticios como los depósitos a la vista. Y, obviamente, si se hubiese impuesto el Principio Monetario sobre los depósitos a la vista, las insostenibles transacciones a crédito se habrían trasladado a otros instrumentos como las letras de cambio.

Claro que la mejor interpretación posible de la Escuela Bancaria sólo nos ofrece la directriz de cómo deberían comportarse los bancos para que su creación de crédito sea sana (deben seguir la Doctrina de las Letras Reales), pero no desarrollan en gran medida cómo puede asegurarse que la actividad bancaria se mantendrá dentro de esas limitaciones. Éste es, de hecho, el último de los grandes debates bancarios que tuvo lugar en la Inglaterra decimonónica y el que a continuación tendremos ocasión de analizar.

Banca central o banca libre

Adam Smith describió su Doctrina de las Letras Reales en un entorno caracterizado por un elevado grado de competencia y libertad bancarias. No en vano, Adam Smith era escocés y en Escocia imperó, hasta la Ley de Peel de 1844, uno de los sistemas bancarios más libres que ha conocido la humanidad. En *La Riqueza de las Naciones* (1776) su posición acerca de los beneficios de la extensión de la competencia bancaria era meridianamente clara:

La reciente multiplicación de compañías bancarias en diversas partes del Reino Unido, pese a que ha alarmado a muchas personas, tiende no a disminuir sino a incrementar la seguridad del público. Obliga a todos los bancos a ser más prudentes en su conducta y a protegerse de la maliciosa fuga de oro que la rivalidad entre tantos competidores podría ocasionarles, y les obliga a hacerlo mediante el mantenimiento de la correcta proporción entre su crédito circulante y sus reservas de tesorería. La competencia restringe la circulación de cada banco en círculos estrechos y reduce sus billetes en circulación. Al dividir todos los billetes en circulación entre un mayor número de emisores, la quiebra de una entidad (un accidente que, por la propia dinámica de las cosas, tenderá a suceder en ocasiones) se va volviendo menos relevante para el público. Además, esta libre competencia obliga a los banqueros a ser más generosos en sus tratos con sus clientes, pues en caso contrario sus rivales se los arrebatarán. Por lo general, en todas aquellas ramas del comercio o de la división del trabajo que sean beneficiosas para el público, a mayor libertad y más competencia, tantos mayores beneficios.

La cuestión, por tanto, no era si Smith veía con buenos ojos la banca libre, sino cuán esencial resultaba ese presupuesto para el adecuado funcionamiento y la correcta autorregulación de un sistema financiero guiado por la Doctrina de las Letras Reales.

Este debate se extiende a lo largo de todo el s. XIX inglés y trasciende a todas las escuelas de pensamiento. En general, no obstante, existe una cierta inercia a que el antibullionismo, el bullionismo moderado y la Escuela Bancaria sean más bien partidarios de la banca libre mientras que el bullionismo radical y la Escuela Monetaria lo sean del monopolio de emisión. No en vano, lo que los primeros tendían a enfatizar era la necesidad de que la oferta de crédito circulante se adaptara a la demanda sana del mismo, lo cual abre la puerta a observar el banco como un negocio empresarial como cualquier otro, dirigido a sopesar en cada momento cuánto crédito circulante debe proveerse a los clientes que lo merecen; por el contrario, los segundos resaltaban que el billete de banco era y sólo debía ser un sustituto del oro que habría circulado en su ausencia por el Reino, lo que invitaba a considerar a la banca de emisión como un almacén-reserva de oro que resultaba ventajoso centralizar. Sin embargo, conviene reiterar que no hay una correlación exacta: sin ir más lejos y como ya sabemos, Thomas Tooke, el líder indiscutible de la Escuela Bancaria, consideraba que “la libertad en materia bancaria es sinónimo a la libertad en materia de estafa”.

A continuación procederemos a realizar una clasificación lógica y no tanto cronológica de los principales argumentos que los distintos economistas británicos fueron ofreciendo a favor y en contra de la banca libre.

Argumentos favorables a la banca libre

La argumentación favorable a la banca libre y competitiva podía reconstruirse del siguiente modo: dado que en libre competencia existe una correlación entre los intereses de los accionistas de los bancos y el interés general del público, tenderán a aparecer múltiples compañías bancarias adecuadamente capitalizadas que emplearán su conocimiento especializado en seleccionar los mejores activos descontables y en limitar las emisiones excesivas e imprudentes de sus competidores. Conviene desgranar cada uno de estos presupuestos.

1. Los bancos están adecuadamente capitalizados

Uno de los grandes problemas de la banca inglesa a partir de 1708 fue su muy insuficiente capitalización. Dado 1708, el Banco de Inglaterra consiguió prohibir el establecimiento de bancos con más de seis socios, lo que en la práctica impidió que se extendieran las sociedades por acciones en el negocio bancario y que éstos no pudiesen aunar demasiados fondos propios, dando lugar a quiebras encadenadas cuando el sistema experimentaba un cierto grado de tensión.

Henry Parnell en *Observations on Paper money, Banking and Overtrading* (1827), sin embargo, consideraba que esa infracapitalización era totalmente imputable a la inexistencia de corporaciones bancarias. Cuando se permiten en esta industria las sociedades por acciones, el capital necesariamente tenderá a afluir a ellas: "Como los beneficios de la banca son seguros, cuando el comercio es libre, captarán capital en abundancia; si no lo hiciera, los beneficios de los bancos pronto serían superiores a los de cualquier otro negocio, de modo que habría dos tasas de ganancia en el mismo país, algo que ya sido demostrado como imposible por todos los escritores de economía política. Grandes corporaciones bancarias tenderían, por tanto, a formarse al tiempo que las responsabilidades de cada accionista proporcionaría plena protección al público". También Thomas Joplin, en *An Essay on the General Principles and Present Practice of Banking*(1822), creía que la diferencia fundamental entre la mucha más sólida banca escocesa y la más endeble inglesa era precisamente ésa: "La auténtica diferencia debe buscarse en la naturaleza de los establecimiento bancarios: los bancos escoceses son corporaciones bancarias mientras que los inglesas son personas privadas. Los bancos escoceses están formados por un gran número de propietarios o accionistas que contribuyen al capital de un modo muy variable: desde a una libra hasta muchos miles de libras, pasando por algunos miles (…) Los banco ingleses, por el contrario, nunca cuentan con más de seis socios, normalmente menos".

Pero, al margen de que desde su constitución los bancos estuvieran incentivados a poseer suficiente capital como para desarrollar sus operaciones, la propia dinámica de la competencia tendería a arrinconar a los bancos infracapitalizados. De nuevo, Parnell opinaba que "si se creara un banco sin suficiente capital, dado que sus operaciones terminarían dañando a los bancos ya establecidos, es harto probable que se unieran para destruirlo en defensa de sus propios intereses". De un modo parecido se expresaba James Wilson: "La experiencia demuestra que, en un régimen de libre competencia, no pueden existir bancos débiles o insanos, por lo que aquellos con un capital insuficiente tenderán gradualmente a fusionarse con alguno de las numerosas corporaciones ricas con las que tendrán difícil competir".

De ahí que, en ausencia de privilegios monopolísticos, se pensara que la libre competencia iba ofrecer entidades financieras con abundantes fondos propios para absorber eventuales

pérdidas. Pero, además, también imperaba la idea de que los propietarios de los bancos tenderían a dirigirlos de un modo tal que prevaleciera el interés general.

2. El interés de los accionistas de los bancos coincide con el interés general de la sociedad

Fue el joven Robert Torrens (todavía dentro del movimiento antibullionista) quien más claramente resumió la necesaria sintonía que existía entre los intereses de los accionistas de los bancos y el del público en general cuando prevalecía la libertad bancaria y la convertibiliad con el oro. Tal como escribió en *An Essay on Money and Paper Currency* (1812): "Cuando los billetes de banco son convertibles en oro, el interés del banquero se identificará con el del público, pues ningún banquero que conozca medianamente su negocio se arriesgaría a emitir billetes contra activos que no le garanticen que pueda retirar del mercado el exceso de oferta de sus pasivos tan pronto como su demanda haya expirado (…) Pero cuando por motivos internos o externos se suspende temporalmente la convertibilidad, los intereses privados de los banqueros dejan de asociarse tan claramente con el bien público". También James Wilson, recogiendo la experiencia escocesa, afirmaba que: "Pese a que no se ha aprobado nunca ninguna ley para regular o interferir con la provisión de moneda en Escocia, el efecto de la libre competencia ha tendido a asimilar y moldear la industria a las necesidades de la época y a los cambiantes hábitos comerciales. Por tanto, la competencia y la libertad de acción han colocado a los bancos escoceses allí donde el público escocés quería y necesitaba, caracterizándose todo el sistema por la satisfacción universal".

Asimismo, esta coincidencia del interés general con el de los accionistas por fuerza terminaría alcanzando y afectando a los directivos de las entidades, quienes se concebían como meras correas de transmisión de las necesidades de sus dueños. Según Thomas Joplin: "La verdadera clave de éxito de las corporaciones bancarias reside en que no son gestionados por una sola persona, sino por un directorio escogido periódicamente por los accionistas; y en que la honorabilidad de ese directorio no es enunciada por una o dos personas, sino por cientos sobre la base de evidencia clara del éxito de sus actuaciones. En ausencia de sesgos, ninguna persona es elegida como director de una corporación bancaria que no haya aportado al mundo entero suficientes pruebas sobre sus habilidades gestoras y que no haya convencido a los propietarios que es merecedor de su confianza".

Por tanto, el interés general consistente en que los bancos ofrezcan una adecuada cantidad y una adecuada calidad de billetes parecía ser, también, el interés de accionistas y directivos. Con todo, quedaba por resolver si la estructura de un mercado financiero de múltiples bancos en competencia estaba suficientemente capacitada para controlar la calidad y la cantidad de los billetes del conjunto de bancos del sistema.

3. La calidad de los activos descontados es mucho más fácil de controlar

Como ya hemos explicado en las páginas anteriores, no todos los activos eran adecuados para ser descontados por los bancos: en concreto, según la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith, sólo los efectos comerciales girados contra bienes de consumo presentes en alta demanda debían ser descontados por los bancos. La cuestión, sin embargo, residía en cómo delimitar qué efectos comerciales cumplían estos requisitos y cuáles no, pues no era nada infrecuente que los propios clientes de los bancos trataran de engañarles diseñando efectos financieros que no eran otra cosa que deudas no vinculadas a producción presente en alta demanda. Henry Thornton pensaba que "debido a la situación en la que se encuentra, el banquero cuenta con muchos medios para diferenciar al comerciante cuidadoso del imprudente. Las transacciones de las leras de cambio del vecindario pasan bajo su mirada: el conocimiento obtenido de esta manera le ayuda a formarse un juicio, de modo que él puede

medir mejor que otra persona si la confianza está suficientemente fundamentada". Y de un modo muy similar Lord Peter King era de la opinión de que "gracias a la experiencia adquirida, los banqueros [provinciales] tienen los mejores medios para detectar las diversas letras de acomodo, letras de pelota y demás abusos a los que el sistema de crédito papel se ve expuesto (…) La multiplicación de los bancos, tal como observó Adam Smith, no sólo no disminuye sino que incrementa la seguridad para la ciudadanía".

En otras palabras, los defensores de la banca libre tendían a pensar que el control descentralizado de los efectos comerciales era más eficaz que el descuento monopolístico y centralizado por cuanto podía proporcionar una atención más personalizada a cada efecto comercial y, sobre todo, por cuanto podía hacer uso de la información local para distinguir los buenos efectos de los malos.

4. La competencia bancaria limitará las sobreemisiones de billetes

Aunque, tal como hemos visto, tanto los bullionistas moderados como la Escuela Bancaria pensaban que su convertibilidad en oro y la Ley del Reflujo tendían a imposibilitar la sobreemisión de billetes, la cuestión era si estos procesos se veían impulsados en un régimen de competencia o en uno de monopolio. Fue de nuevo Henry Parnell quien ofreció la respuesta: los billetes emitidos por unos bancos terminarán llegando a las manos de otras entidades, y éstas forzarán la conversión de esos billetes en oro, imponiendo un férreo control a esas sobreemisiones.

Por ejemplo, supongamos que el banco A y el banco B tienen cada uno billetes por importe de 10.000 libras en circulación. Si todos los billetes del banco A terminan cayendo en manos del banco B y viceversa, A y B se reclamarán mutuamente 10.000 libras en oro, con lo que ambos cobros tenderán a cancelarse. Ahora bien, supongamos que A incrementa sus emisiones de billetes a 25.000 libras y que éstos terminan en manos de B: en tal caso, B tendrá derecho a reclamarle 25.000 libras en oro a A y A sólo podrá reclamarle 10.000, de modo que el saldo neto de esta compensación entre bancos será que A deberá entregarle a B 15.000 libras en oro. ¿Podrá el banco A honrar sus compromisos? Sólo si cuenta con suficientes oro o efectos comerciales autoliquidables (es decir, si no ha sobreexpandido cuantitativa y cualitativamente sus pasivos). En palabras de Parnell:

La cantidad de papel que sería emitido bajo un sistema libre quedaría limitada dentro de sus proporciones adecuadas por el interés que tiene cada banco no sólo en mantener controladas sus emisiones, sino en ejercer todo su poder para evitar que otros bancos puedan colocar demasiado de su papel en circulación. Una vez que el ánimo de lucro ha generalizado en un país un cierto número de compañías bancarias altamente capitalizadas, cada banco recibirá diariamente en pagos los billetes de otros bancos: pero ningún banco los utilizará a su vez como medio de pago, por cuanto ello equivaldría a perder la oportunidad de ganar dinero con sus propios billetes. Los bancos tenderán más bien a intercambiarse entre sí los billetes recibidos, y aquellas entidades que exhiban un saldo deudor neto tendrán que proceder a amortizarlo en oro, ya que los bancos con un saldo acreedor neto se mantendrán firmes a la hora de recibir todo el oro que les sea posible para gestionar mejor su propio negocio. Es de este modo cómo se establece una eficaz limitación a las sobreemisiones: primero, porque los

intercambios de billetes entre bancos logran que todos aquellos emitidos por encima de la demanda del público sean devueltos inmediatamente a su emisor; y, segundo, porque es costoso para cada banco proporcionar a sus competidores el oro adeudado por los saldos netos que se derivan de emitir demasiado papel.

Era así, en suma, cómo al control cualitativo individualizado de cada banco se le añadía un control cuantitativo de carácter sistémico. Las cámaras de compensaciones interbancarias impedían, a juicio de los defensores de la banca libre, que alguna entidad aislada pudiese proceder a sobreexpandir billetes por la vía del descuento de activos de mala calidad, arrojando siempre como resultado la cantidad óptima de billetes que necesitaban los agentes.

Argumentos contrarios a la banca libre

Pese a que los anteriores argumentos favorables a la banca libre contenían grandes dosis de verdad, aun así adolecían de importantes lagunas y errores que rápidamente fueron explotados por los partidarios de los monopolios bancarios. De manera un tanto asistemática, procedieron a refutar cada uno de los principios sobre los que se asentaba la defensa de la banca libre y llegaron a la siguiente conclusión: la banca es un sector económico especial donde los intereses de los accionistas no coinciden con los del público, en tanto en cuanto todas las entidades tenderán a sobreemitir billetes de manera general para aumentar sus ganancias; la sobreemisión de billetes provocará, sin embargo, un desmoronamiento del crédito de todos los bancos, que sólo podrán ser aplacado con la generosa asistencia de liquidez de un banco central que, siendo de esencial existencia, tendrá que ser controlado de cerca por los poderes públicos. En gran medida, se trata de una explicación que todavía prevalece en la actual.

Por nuestra parte, procedemos a resumir los argumentos contrarios a la banca libre al tiempo que ofrecemos las pertinentes réplicas desarrolladas, siempre que sea posible, por los propios autores de la época.

1. El interés de los accionistas de los bancos no coincide con el interés general de la sociedad

Aunque por motivos opuestos, los líderes de la Escuela Monetaria, Samuel Jones Lloyd, y de la Escuela Bancaria, Thomas Tooke, pensaban que el interés de los bancos no coincidía con el del público en general. Lloyd, como sabemos, partía de la necesidad de imponer el Principio Monetario, esto es, de que las emisiones de billetes fueran parejas a las reservas de oro de los bancos. Evidentemente, Lloyd sabía que el Principio Monetario era contrario a los intereses comerciales de la banca de emisión, más bien preocupada en emitir billetes descontando efectos comerciales. De ahí que Lord Overstone no viera otra salida que someter a la banca a regulación en aras del bien común. Tal como decía en *Reflections suggested by a persual of Mr. J. Horsley Palmer's Pamphlet* (1837): "La ley no ha impuesto ninguna restricción sobre la actuación de los bancos provinciales, ni les ha sometido a ninguna norma que permita regular sus emisiones sobre principios saludables. Y no cabe esperar razonablemente ninguna adhesión voluntaria y gratuita a estos principios [el Principio Monetario] a costa de los beneficios individuales". Y quizá de un modo más claro en *Further Reflections on the State of the Circulation and the action of the Bank of England* (1837):

Las ventajas ordinarias que la comunidad deriva de la competencia tienden a estimular el ingenuo y el esfuerzo de los productores, de manera que proveen al público con la mejor oferta en términos de cantidad y

calidad y al precio más bajo, al tiempo que todos los daños derivados de sus errores recaen sobre los productores y no sobre el público. En materia de papel moneda, el interés del público es de una naturaleza muy distinta: imponer una regulación firme y regular de la cantidad de productos mediante una regla fija, pues los errores de cálculo recaen mucho más sobre el público que sobre los emisores. Aplicar a este caso el principio común de la competencia me parece extrañamente absurdo e inconsistente.

Tooke, como también hemos comentado, era de la opinión de que debía prevalecer el Principio Bancario pero incrementando sustancialmente las reservas de oro del Banco de Inglaterra para que pudiese hacer frente a fugas prolongadas de sus reservas. En este sentido, el economista inglés era consciente de que mantener reservas tan elevadas ("en ocasiones, un stock de metal que podría equivaler a todos los billetes en circulación", según el tercer volumen de *A History of Prices and the State of the Circulation*) era antieconómico: "La improductividad de este stock de metal de cara a los beneficios inmediatos es un problema serio en relación con el pago de los dividendos". Esta incompatibilidad entre los intereses de los accionistas del Banco (o de los bancos) y los de la comunidad sólo podía saldarse a través de regulaciones que controlaran la actividad del Banco de Inglaterra y que, en cierto modo, excluyeran la banca competitiva: "La emisión de papel moneda en sustitución de la moneda no forma parte de la industria productiva. Es una materia de regulación estatal en aras del bien común y que, por tanto, recae dentro sus competencias policiales". De ahí, precisamente, que como ya dijimos Tooke afirmara que "la libertad en materia bancaria es sinónimo a la libertad en materia de estafa".

Las críticas de Lloyd no merecen mucha mayor reflexión pues, como ya expusimos, el Principio Monetario no es la pauta por la que se debería guiar la actuación de la banca para acercarse a nada parecido al bien común. Sin embargo, el funcionamiento de los bancos delineado por Thomas Tooke sí se acercaba mucho más a la realidad, de ahí que sus críticas a la banca libre sí merezcan de un cierto análisis y, como veremos, de una reconsideración. ¿Realmente el ánimo de lucro llevaría a un mantenimiento de demasiadas pocas reservas como para que quepa considerarlo incompatible con el interés general?

Nuestro punto de partida para comprobar lo erróneo de esta idea va a ser el propio texto de Tooke en el que explica la supuesta "antieconomicidad" de las altas reservas de dinero *de cara a maximizar el beneficio inmediato*. El propio autor reconoce en otra parte del libro que: "En realidad, el stock de metal en reservas no debería considerarse improductivo bajo ninguno de los significados de este término. Es una parte, y una parte esencial, de la moneda circulando en forma de papel que es sustituida debido a su único propósito legítimo: la conveniencia de la comunidad. Semejante propósito no podría ser completado satisfactoriamente si no mantuviéramos amplias reservas de oro para responder ante las inesperadas fugas exteriores". Lo que Tooke estaba diciendo, por tanto, es que aunque a corto plazo pueda ser del interés del banquero el minimizar las reservas de oro, su viabilidad a largo plazo dependerá de que sea capaz de mantener suficientes reservas que parezcan improductivas en el corto plazo.

En este mismo sentido se expresaba Herbert Spencer, en *State-tampering with money and Banks* (1854), cuando afirmaba que: "El autocontrol natural derivado del riesgo de bancarrota restringiría al banquero de emitir demasiadas promesas de pago a la vista del mismo modo en que restringe a cualquier otro comerciante de hacerlo". En el largo plazo, por tanto, los intereses del público son coincidentes con los del banquero: la única cuestión es si los banqueros tendrán la suficiente perspectiva largoplacista como para no dejarse llevar por el

beneficio inmediato o, al menos, la capacidad de aprender de sus errores pasados y adquirir esa perspectiva largoplacista. Henry Thornton, por ejemplo, pensaba que sí: “Si, a causa de las dificultades que han experimentado, los banqueros provinciales aprendieran (como, hasta cierto grado, indudablemente harán) a aprovisionarse de una cantidad mayor de esa clase de activos fácilmente convertibles en billetes del Banco de Inglaterra y, por tanto, también en oro, entonces dichos banqueros tendrán en sus manos más capacidad para controlar la aparición de una alarma”. Y, de hecho, el propio Thomas Tooke era de la misma opinión: “Tras tales experiencias, es posible que los directores de los bancos puedan mejorar, pero tomaría demasiado tiempo y un sufrimiento excesivo e innecesario”.

En suma, no existe necesariamente incompatibilidad entre el interés general y el interés de la banca dentro de un mercado libre que va evolucionando y aprendiendo de sus errores, lo cual no significa que los bancos siempre y en todo momento se abstengan de atentar contra el interés general *y contra sus propios intereses de largo plazo*. La cuestión, pues, será qué incentivos institucionales existen para que los bancos no sobreemitan sus billetes (que tal era, en el fondo, la preocupación común de Lloyd y Tooke, sólo que con definiciones muy distintas de “sobreemisión”). Y, en este sentido, los críticos de la banca libre tampoco son nada optimistas.

2. Existe una tendencia natural a que los bancos sobreemitan billetes

Como hemos visto, los defensores de la banca libre como Parnell construyeron su defensa de que la competencia bancaria tendía a autolimitar las emisiones de billetes en la disciplina que imponía la competencia a la hora de forzar la conversión en oro de los pasivos de los bancos rivales en las cámaras de compensación. Sin embargo, este argumento por sometido a numerosas críticas.

George Ward Norman, en *Remarks on currency and banking* (1838), explica que la compensación interbancaria de billetes sólo podría llegar a servir para limitar su emisión cuando únicamente una parte de los bancos esté sobreemitiendo, pero no cuando todos lo hagan: “Se ha afirmado que el intercambio de billetes entre bancos en ciertas fechas fijas es suficiente para evitar la sobreemisión de alguna parte de ellos; pero supongamos, como suele suceder, que la tendencia a sobreemitir se da simultáneamente en todos ellos o en una mayoría; es evidente que esta medida no serviría de nada”. En nuestro ejemplo anterior decíamos que si el banco A incrementaba sus emisiones de billetes a 25.000 libras por la vía de descontar activos que no fueran autoliquidables, el banco B pronto adquiriría el derecho a reclamarle 15.000 libras de oro que lo abocarían o a restringir sus descuentos o a caer en la suspensión de pagos. Ahora bien, ¿qué sucedería si tanto el banco A como el banco B incrementaran sus descuentos a 25.000 libras contra activos que no fueran autoliquidables? Pues que no aparecerían saldos deudores netos en la cámara de compensación interbancaria, consolidándose esa sobreemisión con el único límite de la fuga exterior de oro que tendería a desatarse.

Otros autores, sin embargo, todavía eran más pesimistas que Norman y consideraban que los bancos que tenderían a sobrevivir en un contexto de libre competencia serían justamente aquellos que sobreemitieran en mayores cantidades y de un modo más imprudente. John Ramsey McCulloch, en *Historical Sketch of the Bank of England* (1831) y Samuel Mountiford Longfield en una serie de cuatro artículos publicados en la Dublin University Magazine bajo el título *Banking and Currency* (1840), creían que los bancos que sobreemitieran terminarían fagocitando a los que no lo hicieran por cuanto la fuga de oro terminarían afectándoles a todos ellos en la misma medida.

McCulloch se encargó de demostrar primero que las sobreemisiones de un banco individual afectaban uniformemente a todos los bancos del sistema, incluyendo a aquellos que se habían comportado de manera prudente, de modo que los primeros terminarían comiéndoles cuota de mercado a los segundos. Dada su mayor simplicidad, ilustraré el argumento teórico de McCulloch utilizando el ejemplo numérico que más tarde repetiría y desarrollaría Longfield.

Supongamos que la cantidad de billetes que necesita un país es de 80 millones de libras y que está siendo provista por dos bancos, A y B, a proporción de 40 millones por banco. Cada banco tiene, además, 15 millones de libras en reservas de oro. Si el banco A decide aumentar en 20 millones sus emisiones, la oferta agregada de billetes crecerá temporalmente hasta 100 millones de libras, debiendo revertirse este incremento por la vía de convertirlo en oro y exportarlo. El problema es que esta necesaria reducción del 20% en el número de billetes en circulación se producirá de manera uniforme entre ambos bancos, de modo que el banco A terminará teniendo 48 millones de libras en circulación (sus reservas de oro se reducirán hasta los 3 millones) y el banco B se contentará con 32 millones (sus reservas de oro se reducirán hasta los 7 millones).

O dicho de otro modo, el banco que no ha sobreexpandido perderá presencia en el mercado porque la fuga de oro afectará a ambos bancos en función de la cuota de mercado de sus billetes. Según McCulloch: “Un comerciante cualquiera reputa, durante una depresión del tipo de cambio, que el circulante en el interior del país es redundante, y dado que todos los billetes son, bajo tales circunstancias, igualmente buenos, convierte en oro aquellos que primero llegan a su poder. No es la función del mercader preguntarse si la redundancia de billetes se debe a la actuación del banco A o del banco B, y ni siquiera sería capaz de averiguarlo aunque así lo deseara”. McCulloch pensaba, además, que la tendencia a sobreexpandir sería irresistible para todos los bancos, pues aquellos que sobreexpandieran no sólo lograrían colocar una cantidad mayor de sus billetes en circulación, sino que también serían capaces de atraer a una mayor cantidad de clientes al ofrecerles mejores (e imprudentes) términos por los descuentos.

Años después, Longfield complementó este razonamiento de McCulloch demostrando que esta situación, lejos de revertirse con el paso del tiempo perjudicando a los bancos imprudentes, se mantendría estable. Si, por ejemplo, ambos bancos tienen la costumbre de descontar semanalmente efectos comerciales por valor de 25.000 libras y lo hacen en las proporciones en que circulan sus billetes (60% en el caso del banco A y 40% en el de B), el banco A descontará 15.000 libras y el B, 10.000. Pero como esos efectos descontados también se pagarán en las mismas proporciones que billetes hay en circulación, el banco A cobrará el 60% de sus descuentos (9.000 libras) en sus propios billetes y el 40% (6.000) en billetes de B, mientras que el banco B cobrará el 60% de sus descuentos (6.000 libras) en billetes del banco A y el 40% (4.000) en sus propios billetes. Dicho de otro modo, una vez efectuada la redistribución de reservas y de los billetes, los saldos de la cámara de compensación pasarán a ser cero entre ambos bancos, consolidándose por tanto la mayor cuota de mercado del banco que se comportó imprudentemente desde un comienzo. Además, Longfield pone de manifiesto que las reservas de oro del banco B se han reducido proporcionalmente más de lo que ha caído la circulación de sus billetes, de modo que si la entidad desea regresar a la antigua proporción (cobertura metálica del 37,5% de los billetes) tendrá que reducir sus billetes en circulación (por la vía de contraer sus descuentos) desde 32.000 a 18.600, dejándole al banco A una cuota de mercado todavía mayor. Como expone Longfield: “Un banco de emisión puede perder su oro como consecuencia de la actuación de sus rivales,

quienes, si cuentan con el capital suficiente, podrían incluso arruinar a este competidor sin dañarse a sí mismos. Si con tal de evitar este desastre, el banco prudente intenta contraer sus emisiones, les estará permitiendo a sus rivales expandir todavía más su negocio hasta que este banco prudente desaparezca por completo. Por tanto, un banco prudente podría verse forzado a sobreemitir como mecanismo de autodefensa".

Los razonamientos de McCulloch y Longfield parecen construir un sólido ataque contra la automática limitación de los descuentos en un entorno de banca libre. Sin embargo, se trata de un ataque mucho más débil de lo que inicialmente podría parecer. Los dos supuestos básicos sobre los que se asienta son: primero, que todos los efectos comerciales descontados son pagados simultáneamente y, segundo, que los agentes económicos consideran los billetes del banco A y del banco B como sustitutos perfectos.

Como ya hemos tenido ocasión de comentar, los bancos deberían descontar todos aquellos efectos comerciales girados contra bienes de consumo presentes de alta demanda (Doctrina de las Letras Reales). Mientras sus descuentos se limiten a este tipo de activos, no cabe hablar en propiedad de "sobreemisión", pues no se trata tanto de imponer una limitación cuantitativa cuanto cualitativa: en cada momento, y según las variaciones en la producción y en el gasto en consumo (según "las necesidades del comercio"), los efectos comerciales descontables (y por tanto los billetes emitibles) variarán de cantidad. Así, cuando se produzca un incremento de este tipo de efectos comerciales, los bancos podrán expandir sus descuentos de un modo saludable: será una cuestión de mera competencia bancaria y empresarial la de hallar en cada momento qué entidad financiera será capaz de acaparar una mayor cantidad de estos efectos y, por tanto, de incrementar transitoriamente sus emisiones de billetes.

Ahora bien, si algún banco quiere incrementar sus descuentos más allá de los límites fijados por la disponibilidad de efectos comerciales autoliquidables, por fuerza tendrá que comenzar a descontar activos o con un plazo de vencimiento mayor o con un nivel de riesgo superior, y en ese caso no puede mantenerse la hipótesis de que el ritmo de repago de los activos imprudentemente descontados por el banco A es el mismo que el de los efectos comerciales descontados por el banco B. Por ejemplo, si el banco A del ejemplo anterior incrementa en 20.000 libras sus emisiones de billetes por haber descontado hipotecas a 15 años, es evidente que los billetes dirigidos a amortizar esas hipotecas no refluirán al banco A a corto plazo, por lo que sus saldos en la cámara de compensación interbancaria tenderán a ser muy negativos en el corto plazo. Así, si las hipotecas de 20.000 libras de A vencen a lo largo de 15 años y el resto de sus activos (efectos comerciales) valorados en 25.000 libras lo hacen en un mes, mientras que los 25.000 efectos descontados de B vencen todos ellos en un mes, el reflujo mensual de A será de aproximadamente 25.100 libras (el 60%, o 15.060 libras, será en sus propios billetes, y 10.040 en billetes del banco B) y el reflujo mensual de B será de 25.000 libras (el 60%, o 15.000 libras, en billetes de A, y 10.000 en billetes propios): o dicho de otro modo, mes a mes el banco A exhibirá un saldo negativo en la cámara de compensación de unas 5.000 libras de oro, lo que agotaría casi de inmediato sus reservas y lo abocaría a la suspensión de pagos.

Este contrarréplica, que aplicaría igualmente para el descuento de activos de mayor riesgo (pues no todos los cuales se terminarían cobrando y por tanto el reflujo de billetes no sería por la totalidad del valor nominal descontado), fue desarrollado por Vera C. Smith en su libro *Fundamentos de la banca central y de la libertad bancaria* (1936) un siglo después de que lo desarrollan McCulloch y Longfield expusieran su argumento. Sin embargo, las implicaciones lógicas de esta contrarréplica –no todos los bancos son igual de buenos y seguros–, que nos permiten tumbar el segundo supuesto esencial de la teoría de McCulloch y Longfield, fue desarrollada en 1832 por George Julius Poulett Scrope en su artículo *The*

Rights of the Industry and the Banking System. Scrope apuntaba que la teoría de McCulloch "se basa en la hipótesis de que todo el papel que emite un banco, descontando a un tipo de interés más bajo o contra un peor colateral que sus rivales, puede mantenerse permanentemente en circulación con la excepción de su parte proporcional de la sobreemisión agregada (…) [Pero] cuando la credibilidad que merece cada banco no es la misma, y los términos a los que descuenta sí lo son, cada banco sólo podrá mantener en circulación aquella proporción de billetes, y ninguna más, que se corresponda con su credibilidad relativa".

Evidentemente, en tanto en cuanto unos bancos (los imprudentes) se ven abocados rápidamente a la suspensión de pagos por sus saldos deudores en la cámara de compensación interbancaria mientras que otros (los prudentes) van a exhibir saldos acreedores en la cámara de compensación interbancaria, los agentes económicos tenderán a discriminar entre ellos: preferirán realizar sus pagos en billetes del banco relativamente menos líquido y atesorar los del banco relativamente más líquido, todo lo cual tenderá a acelerar todavía más la aparición de saldos deudores del banco ilíquido en la cámara de compensación interbancaria. Es más, lo anterior llevará en última instancia a que los billetes de los bancos menos líquidos coticen con descuento frente a los billetes de los bancos ilíquidos, lo cual no sólo acelera la fuga de oro del banco en cuestión, sino que también promueve la marginación de sus billetes y de su actividad como banco de descuento. Tal como escribió Heinrich Rittershausen un siglo después en *Paro forzoso y capital* (1930) con respecto al sistema bancario escocés: "

Tan pronto como un banco emite billetes en exceso, es decir, tan pronto como hace anticipos sobre otro género de créditos que los del precio de compra en el tráfico de mercancías, no puede ya reintegrar los billetes a su presentación. Entonces ha de esforzarse en pagar en efectivo, procurándose de cualquier modo oro, divisas, etc., para cuando los billetes se presenten. Cuando este abuso adquiere cierto volumen, los billetes cotizan con descuento, porque no hay suficientes vencimientos que provoquen la necesaria demanda. Los billetes del banco en cuestión se deprecian en comparación con los restantes medios de pago sanos del país. Sólo se los acepta a regañadientes, y por el 90% o 70% de su valor nominal. Semejante banco no puede conceder nuevos créditos, porque el tomador del crédito sólo recibirá un 70% del mismo, corriendo el peligro de tener que reintegrar el 100% del crédito que recibió depreciado, siendo, por tanto, medios de pago que los obreros o empleados se negarían a recibir. En definitiva, se renunciaría a admitir esos billetes del mismo modo que se rechazan los cheques sobre bancos en quiebra.

Por consiguiente, el argumento empleado por McCulloch y Longfield en contra de la banca libre carecía de todo fundamento. Acaso lo más sorprende sea que ambos economistas dispusieran de un caso real a su alcance, Escocia, donde no se manifestaron ninguno de los problemas que ellos anticipaban como inevitables de la banca libre. Tal como escribió Scrope: "El *hecho*, ni siquiera negado por el autor [McCulloch], es que la competencia bancaria en Escocia no produce sobreemisiones sino que, por el contrario, las restringe totalmente: uno podría simplemente apelar a la experiencia de 140 años para refutar el argumento a priori de nuestro autor, pero la falacia que le conduce al error es fácilmente detectable".

Cuestión distinta, empero, es el argumento de Norman sobre la posibilidad de una sobreemisión global coordinada de todos los bancos. En efecto, en tales casos la cámara de compensación interbancaria no será capaz de limitar esas sobreemisiones y, como veremos

en la lección 8, ello acarreará graves consecuencias sobre el conjunto del sistema económico. Sin embargo, el hecho de que los billetes sean convertibles en oro y el hecho de que no exista un monopolio interno tenderá a minimizar esa sobreexpansión en intensidad y duración (debido a las fugas internacionales de oro), mientras que el papel moneda inconvertible en régimen de monopolio de la banca central tenderá a maximizarlas.

3. Las sobreemisiones terminan derrumbando el crédito nacional y dando lugar a quiebras bancarias en cadena

El problema de las sobreemisiones de billetes por parte de un sistema bancario competitivo no sólo se limitaba, en opinión de sus críticos, al auge inflacionista que provocaba. Algunos de ellos fueron más allá y denunciaron los enormes riesgos deflacionistas, en forma de quiebras bancarias generalizadas, a que podía dar lugar. Según estos autores, las fugas exteriores de oro derivadas de las sobreemisiones internas abocaban a la suspensión de pagos a algunos bancos, lo que a su vez provocaba un pánico interno y generalizado que, al exigir la potencial conversión repentina de todos los pasivos bancarios en oro, condenaba a todo el sistema a la bancarrota.

Ya sabemos, por ejemplo, que el bullionista radical John Wheatley opinaba que: “Los billetes de los bancos provinciales son un medio de circulación ineficiente y peligroso, pues pueden contraerse en cualquier momento de alarma o incrementarse súbitamente en cualquier momento de tranquilidad; de ahí que su continuidad sea inconsistente con la estabilidad de un banco nacional y con los intereses generales del país”.

Pero también desde el bullionismo moderado mostraron su preocupación con este riesgo: en concreto, Henry Thornton, quien si bien reconocía varios de los méritos y de las ventajas de la banca provincial y competitiva, consideraba que su mayor inconveniente era justamente ése: “Si quiebra un banco, lo más probable es que se produzca una corrida general hacia los bancos vecinos, que causará un daño muy grande si no se lo controla desde el principio mediante la entrada en circulación de una gran cantidad de oro”. Thornton pensaba que en momentos de desconfianza los billetes de los banqueros provinciales dejaban de ser aceptados como medio de pago, de modo que sus tenedores acudían a convertirlos en billetes del Banco de Inglaterra o en oro; y los banqueros provinciales sólo podían proporcionarles esos medios de cambio o solicitándole descuentos al Banco de Inglaterra o convirtiendo en oro los billetes del Banco que guardaran como reserva en su activo: “El Banco de Inglaterra tiene que suplir estas carencias eventuales del banquero provincial; y con el objeto de estar completamente preparado para ello, tiene que conservar una cantidad de oro igual al total de billetes susceptibles de extinguirse en el tráfico ordinario, además de una suma que le permita satisfacer las otras demandas extraordinarias que puedan efectuarse en el mismo período debido a la preocupación de los demás bancos o individuos. De este modo, el banquero provincial no soporta su propia carga, mientras que el Banco de Inglaterra sostiene un peso que no es el suyo”.

Thornton pensaba que el Banco de Inglaterra estaba obligado moralmente a soportar esta carga, primero, por “los beneficios de los que disfruta debido a su monopolio” y, segundo, por “el muy grave daño que produce el derrumbamiento general del crédito papel”. El inglés se erigía así como el primer gran defensor de las políticas monetarias acomodaticias de los bancos centrales en momentos de pánico: a su juicio, el Banco de Inglaterra debía proporcionar asistencia por la vía del descuento a los bancos provinciales (aunque una asistencia no ilimitada: “de ninguna manera se pretende sugerir que al Banco de Inglaterra le corresponda resolver cada una de las dificultades que la imprudencia de los bancos provinciales pueda acarrear sobre ellos: si el Banco hiciera eso, podría estar alentando su

imprevisión”) y, sobre todo, debía evitar que la cuantía de sus billetes en circulación disminuyera abruptamente: “Es evidente que cualquier disminución cuantiosa y repentina de billetes del Banco de Inglaterra produciría los más graves efectos sobre la metrópoli y sobre todo el reino. Un reducción que pudiera parecer moderada ante los ojos de los hombres que no han reflexionado sobre el tema (por ejemplo, de un tercio o de dos quintos) tal vez sería suficiente como para producir una gran insolvencia general en Londres, cuyas consecuencias serían el cese de confianza, el trastorno del comercio y el estancamiento de la industria en todo el país”

En concreto, Thornton temía las consecuencias deflacionistas que podría acarrear una contracción súbita del circulante por la vía de una liquidación general de mercancías a pérdida, suspensión de la actividad de los fabricantes como consecuencia de esas pérdidas y desconfianza de los prestamistas extranjeros derivada de las bancarrotas internas:

Ya se ha explicado extensamente en qué medida semejante colapso interrumpe el comercio y la industria y, en definitiva, tiende a sacar el oro del país. También produce un gran descenso, aunque sólo temporal, del precio de mercado de diversas clases de bienes, causando así una pérdida parcial y muy seria a algunos comerciantes, mientras aporta extraordinarias ganancias a otros; precisamente, a aquellos que tienen gran poder adquisitivo en momentos de dificultad. Darle apariencia de actividades peligrosas a todas las transacciones bancarias y comerciales impide que hombres con mucho patrimonio y temperamento prudente adopten la profesión de banqueros y comerciantes. Crea bastante inquietud mental, incluso en aquellos comerciantes que llegan a superar las dificultades del momento. Sobre todo, obliga a muchas personas respetables, prudentes y, en definitiva, muy solventes a la mortificante necesidad de interrumpir sus pagos, obligándoles así a compartir el descrédito, en el cual es francamente deseable que sólo se vieran involucrados los comerciantes que tienen la personalidad opuesta.

Para Thornton, la estabilización del número de billetes del Banco de Inglaterra debía realizarse sobre todo mediante préstamos al gobierno contra la impresión de nuevos billetes (monetización de deuda pública) por cuanto “el Banco es el único prestamista en el país a gran escala y el gobierno es el único prestatario a una escala de igual amplitud”. A su entender, apenas existirían diferencias prácticas si el Banco de Inglaterra, en lugar de prestar al gobierno, descontara efectos comerciales de los comerciantes, pues éstos tenderían a utilizar los fondos obtenidos en momentos de pánico para adquirir deuda pública: “En realidad, puede pensarse que el comercio se vería incentivado y que tanto el crédito comercial como el crédito papel general estarían respaldados en mayor medida si el Banco pusiera en circulación sus billetes mediante el préstamo a los comerciantes en vez de al gobierno. Pero creo que la diferencia no sería tan grande como muchos imaginan”.

Si bien el conjunto del análisis de Thornton es muy acertado al describir cómo una reducción súbita de los medios de cambio puede dar lugar a caídas de precios y bancarrotas internas, como ya veremos en la lección 8 muchas de esas bancarrotas pueden ser procesos de reestructuración empresarial imprescindibles para corregir los desajustes acumulados durante el auge inflacionista previo. Lo que sí debe evitarse en todo caso son las crisis deflacionistas derivadas de un simple pánico psicológico y que pueden ser igualmente devastadoras para la economía interna (lo que se conocerá como “contracciones secundarias”). En tales casos, los

consejos que lanza Thornton para el Banco de Inglaterra sí estarían bien fundamentos: hay que evitar la contracción súbita y sin fundamento real de los medios de cambio. ¿Cómo distinguir, sin embargo, entre ambas situaciones? Pues atendiendo a la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith: todo aquel comerciante con activos autoliquidables ha de ser capaz de conseguir crédito circulante (ha de obtener descuentos del banco central) en momentos de pánico, pero eso no incluye aquella deuda pública que exceda la recaudación fiscal a corto plazo. Monetizar deuda pública en exceso de esas cuantías sólo servirá para que el Gobierno incremente innecesariamente sus gastos en momentos de crisis, y en tal caso nos sumergimos dentro de la política económica keynesiana que criticaremos con detalle en la lección 9.

Obviamente, el argumento de Thornton representaba todo un misil contra la línea de flotación de la banca libre y competitiva: si el sistema bancario estaba sometido a frecuentes pánicos que era conveniente combatir mediante la provisión de liquidez de un ente que centralizara las tenencias de oro, la existencia de múltiples bancos tendería a ser más desestabilizadora que la de un banco centralizado y monopolístico. Precisamente, el otro gran crítico de la banca libre, John Ramsey McCulloch, también recurrió a este argumento para oponerse a la banca libre: "[Si existieran diversos bancos de emisión en Londres] ninguno de ellos proporcionaría, como sí hace el Banco de Inglaterra, grandes cantidades de oro y de efectivo en caso de emergencia (…) Ningún banco privado se lanzaría a apoyar a sus clientes, ya sea en Londres o en las provincias, a seguir descontándoles tanto papel (…) Un sistema bancario, que sólo está adaptado para períodos de prosperidad y que es incapaz de sostenerse y de ayudar al país en momentos de dificultad, es del todo inapropiado para los propósitos a los que debería servir".

Sucede, sin embargo, que, durante la segunda mitad del s. XIX, dos brillantes economistas desarrollaron todavía más la teoría de Henry Thornton pero, a diferencia de McCulloch, no la vincularon con una crítica a la banca libre, sino más bien con su defensa. Nos estamos refiriendo a Walter Bagehot y Herny Dunning Macleod.

Walter Bagehot (a la sazón yerno de James Wilson) es universalmente considerado como el gran defensor de las políticas monetarias expansivas en tiempos de pánico. Su libro más afamado en materia económica, *Lombard Street* (1873), desarrolla la tesis apuntada originalmente por Henry Thornton de que, ya en palabras de Bagehot, "en momentos de pánico, el Banco de Inglaterra debe utilizar sus reservas para proporcionar crédito al público general de un modo libre y vigoroso", precisamente con el propósito de poner fin al pánico financiero y, paradójicamente en apariencia, para garantizar la propia supervivencia del Banco de Inglaterra: "si el Banco permite que todas las otras formas de crédito mueran, su propio crédito terminará muriendo en consecuencia".

Bagehot, al igual que Thornton, consideraba que esta asistencia crediticia no debía tener un carácter ilimitado, sino estar restringido por dos reglas: "primero, que estos préstamos sólo se efectúen a un tipo de interés muy alto, para sancionar los miedos infundados y evitar una amplia demanda de descuentos por parte de aquellos que no lo necesitan (…) Segundo, que estos adelantos sólo se efectúen contra buenos activos bancarios pero en toda la extensión en que se demanden (…) No hay que prestar contra activos de los que se derivarán pérdidas futuras para el Banco de Inglaterra (…) Pero si se sabe que el Banco de Inglaterra está libremente prestando contra lo que en tiempos normales se considera un buen activo (activos que se suelen emplear como colateral y son fácilmente convertibles en dinero), el pánico entre los mercaderes y los banqueros solventes terminará desapareciendo". Al igual que a Thornton, empero, cabe criticarle a Bagehot que viera con buenos ojos el descuento de activos que pudieron ser descontables durante los años anteriores debido a un auge inflacionista del crédito pero que, al colapsar éste, hayan devenido malas inversiones: tal como estudiaremos

en la lección 8, un activo no autoliquidable puede ser negociable y, por tanto, no ser apropiado para el descuento bancario. De nuevo, los únicos activos contra los que el Banco de Inglaterra deberá extender crédito de manera ilimitada en momentos de pánico serán los efectos comerciales autoliquidables, pues en caso contrario se producirá el trasvase de capital circulante a capital fijo que el propio James Wilson colocaba como causa última de las malas inversiones generalizadas y de las fluctuaciones cíclicas de la economía.

Por su parte, el escocés Henry Dunning Macleod sintetizó adecuadamente el estado del debate distinguiendo entre dos grandes visiones acerca de cuál debía ser el modo de actuar del banco central ante un pánico monetario: la teoría expansionista y la teoría restriccionista. Tal como escribió en *The Theory of Credit* (1889-1897): "Ha habido, y todavía hay, dos visiones contrapuestas en esta materia: 1. Que en los períodos de gran crisis comercial, las emisiones del Banco de Inglaterra deben restringirse rigurosamente y no proporcionar ningún tipo de asistencia a las casas comerciales. Podemos denominarla teoría restrictiva. 2. Que en esos períodos de extremas presiones comerciales, las emisiones del Banco de Inglaterra deben expandirse libremente para apoyar a todas aquellas casas comerciales que demuestren ser solventes. Podemos denominarla teoría expansiva".

Macleod procedió seguidamente a estudiar cuál había sido la respuesta del Banco de Inglaterra a lo largo de las crisis comerciales de los 140 años anteriores (crisis de 1764, de 1772, de 1782, 1793, de 1797, de 1825, de 1837, de 1839, de 1847, de 1857, de 1866 y de 1890) y descubrió que aquellas que se habían atajado haciendo uso de la doctrina expansionista (1764, 1772, 1872, 1793, 1837, 1839 y 1890) fueron solventadas pese a su gravedad sin poner en riesgo el sistema financiero y que, por el contrario, las que se habían combatido mediante la doctrina restriccionista (1797, 1825, 1847, 1857 y 1866) o abocaron al Banco de Inglaterra a la suspensión de pagos (1797) o estuvieron a punto de hacerlo de no haber sido porque el Banco viró de rumbo y adoptó una política expansionista (1825, 1847, 1857 y 1866). En opinión del escocés, la política restriccionista sólo tendía a agravar el pánico monetario inicial, de modo que el Banco de Inglaterra acababa pegándose un tiro en el pie: lejos de proteger sus reservas de oro por la vía de contraer sus descuentos y reducir el número de sus pasivos, sólo conseguía aumentar la demanda de oro con cargo a sus reservas.

Como decíamos, Bagehot y Macleod, dos defensores de las políticas monetarias expansivas en tiempos de pánico, no defendían, a diferencia de Thornton o McCulloch, el monopolio de la moneda por parte de algún banco central, sino que creían que la forma ideal de confrontar estas situaciones era con un sistema de banca libre y competitiva. Bagehot, por ejemplo, describe en *Lombard Street* a la banca libre como el sistema natural al que se habría dirigido el país. El inglés dedica la práctica totalidad de su obra a estudiar el caso del monopolio del Banco de Inglaterra no porque lo considere superior a cualquier otro modelo, sino porque dudaba de que el país fuera a vivir una revolución que sustituyera toda la organización bancaria vigente, y siendo así se limitaba a estudiar el statu quo y tratar de mejorarlo marginalmente:

El sistema natural –aquel que hubiese emergido en este país si el gobierno hubiese dejado libre a la banca– es el de múltiples bancos de un tamaño igual o parecido. En todas las demás industrias, la competencia tiende a igualar los tamaños de todas las empresas. En el textil ninguna compañía consigue permanentemente sobrepasar a las demás. No hay ninguna tendencia a que exista una monarquía mundial del textil; y tampoco la habría en la banca si se la dejara libre (…) Algunos bancos consiguen en ciertas circunstancias un mayor volumen de negocio que sus rivales, pero

ninguno goza de una predominancia permanente. Ninguno se impone tanto sobre el resto como para que éstos le confíen sus reservas (…) Uno podría preguntarme: ¿estás proponiendo una revolución? ¿Pretendes abandonar el sistema de reservas centralizadas y sustituirlo por uno de reserva múltiple? Mi respuesta es simplemente que no. Sería algo infantil. El crédito en los negocios es como la lealtad en el gobierno. Tienes que tomar lo que encuentras y tratar de trabajar a partir de ello.

Pese a la claridad del anterior texto, el apoyo de Bagehot a la banca libre fue mucho más explícito en un par de artículos que publicó en el seminario inglés *The Economist* (fundado por su suegro y dirigido en ese período por él mismo) el 25 de agosto y el 1 de septiembre de 1866 bajo el título *Is better that the banking reserve of a country should be kept in a single bank ir be distributed between several banks?* y *One banking reserve or many?* En esto dos artículos, Bagehot efectúa una encendida defensa de lo que más tarde, en *Lombard Street*, denominará "el sistema natural de banca". En su opinión, un sistema de banca libre habría evolucionado hacia un sistema de banca descentralizada con muchos más incentivos para mantener unas reservas suficientes con las que hacer frente a las adversidades:

Difícilmente puede mantenerse que un solo banco siente tanta presión para mantener una cuantiosa reserva como la que sufren un elevado número de bancos. Un banco individual, que sobresalga y domine a todos los demás, siente que su crédito es demasiado bueno como para ser cuestionado. El Banco de Inglaterra o el de Francia no recelan de su posición: pase lo que pase, saben que conservarán buen crédito. Pero cuando un considerable número de bancos conserva las reservas de todo un país, cada uno de ellos siente que su posición depende de su propia prudencia. Si no mantiene una reserva que le permita hacer frente a sus demandas, quebrará tan pronto como esas demandas emerjan. Todo depende de su propia prudencia y, si es insuficiente, se arruinará. Además, un gran número de bancos tenderían a ser mucho más independientes del Estado que uno solo.

Además, Bagehot pensaba que en un sistema de banca múltiple no habría necesidad de que unos bancos prestaran auxilio a otros bancos, pues, de hecho, reconoce una cierta contradicción entre las funciones de reserva de la liquidez y prestamista de última instancia: "ambas funciones son en la práctica inconsistentes: una prescribe que hay que mantener el dinero en reserva y la otra que hay que transferir el dinero. No hay ingenio que logre cumplir ambas ante situaciones críticas".

Bagehot, por consiguiente, pretende refutar la idea de que un sistema de banca libre sería inferior a uno de reservas centralizadas argumentando en contra de la necesidad de función de prestamista de última instancia: en el fondo, lo que viene a decir es que si los bancos sienten la presión de ser lo suficientemente prudentes y se ven capacitados para sobreemitir, no habrá riesgo de quiebras en cadena y tampoco existirá la necesidad de un prestamista de última instancia. Ciertamente, se trata de un posible modelo de organización bancaria en ausencia de monopolios, pero no tendría ni por qué ser el único ni, a mi juicio, el más común. En este sentido, el razonamiento que emplea Macleod es muy superior al de Bagehot.

De acuerdo con Macleod, el pánico internacional de 1890 –ocasionado como consecuencia de la quiebra del Baring Brothers por sus malas inversiones en Argentina– demostró la incapacidad del Banco de Inglaterra para atajar una crisis global en un sistema bancario cada

vez más complejo, requiriendo la cooperación del resto de entidades financieras: "[El pánico de 1890] demuestra que el Banco de Inglaterra es una maquinaria demasiado pequeña para enfrentarse solo a una crisis en la que debe soportar sobre sus hombros a toda la comunidad bancaria y mercantil. Para enfrentarse a esta y futuras crisis de una magnitud tan profunda, el Banco tendrá que actuar conjuntamente con otras entidades del país para dar apoyo a la comunidad mercantil". Es por ello que Macleod propone un sistema competitivo donde todos los bancos cooperan a la hora de reconducir la crisis y proporcionar liquidez al sistema: "No hay anda más odioso e intolerable que los privilegios y los monopolios en el sector bancario (…) Un banco en régimen de monopolio es incapaz de soportar todo el estrés de una crisis como la reciente. La banca debería convertirse en una república aristocrática: todos los bancos deberían cooperar como juiciosamente lo acaban de hacer [en la crisis de 1890]. El Banco de Inglaterra es, en las actuales circunstancias, bastante incompetente para apoyar, tal como lo solía hacer, los intereses de toda la comunidad bancaria y mercantil. Los bancos deben unirse para apoyar a la comunidad mercantil como lo han hecho por primera vez en la reciente crisis, y para poder cooperar con eficacia deben relacionarse en pie de igualdad".

En el fondo, Macleod sólo desarrollaba una idea germinal que Henry Parnell ya había delineado al responder a las críticas que le había dirigido McCulloch. En *A Plain Statement of the Power of the Bank of England* (1832), Parnell habló de la "capacidad federativa" de los bancos competitivos para atajar los diversos problemas que pudieran emerger: "Como los bancos resultarían dañados por la actuación de alguno de ellos que emitiera papel en exceso, todos emplearían su capacidad federativa para, como sucede en Escocia, restringir cualquier desviación de los auténticos principios bancarios". Y, en el fondo, Parnell sólo desarrollaba la idea que había lanzado 30 años antes Lord Peter King para criticar la suspensión de la convertibilidad de los billetes del Banco de Inglaterra en 1797, aduciendo que muy probablemente el Banco habría sido rescatado por sus acreedores en caso de no haberse suspendido la convertibilidad: "Cuando un comercio privado tiene problemas temporales que lo abocan a la ruina, es habitual que se recurra a una asociación de sus principales acreedores. Es altamente probable que una medida similar hubiese proporcionado en este caso una asistencia similar, es decir, que la peligrosa situación del Banco se hubiese solventado con una asociación de mercaderes y banqueros londinenses, seguidos por los de otras grandes localidades comerciales, que hubiesen apoyado su crédito".

En definitiva, la recurrencia de pánicos bancarios y la conveniencia de que éstos sean atajados por un descuento generoso de activos autoliquidables no justifica el monopolio de la banca central. Pueden darse sistemas financieros de corte más primitivo, donde las reservas estén muy descentralizadas y donde los bancos mal gestionados puedan quebrar sin contaminar al resto (como pensaba Bagehot), o sistemas financieros más complejos donde haya incentivos a concentrar las reservas en alguna entidad privada (en un banco de banco) que a su vez actúe como prestamista de última instancia (como pensaba Macleod). En EEUU, la inexistencia durante muy prolongados períodos de tiempo de bancos centrales monopolísticos dio lugar a varias de estas entidades: por ejemplo, la intervención de JP Morgan en el pánico financiero de 1907 o el banco de Suffolk durante el segundo tercio del s. XIX. Murray Rothbard, por ejemplo, describe este último banco en su *A History of Money and Banking in the United States* (2002) del siguiente modo: "Es un hecho del que se habla muy poco que una vez existió un banco privado en Estados Unidos que trajo orden y benefició a toda la miríada de emisores privados de billetes. Este Banco de Suffolk restringía la sobreemisión de esos múltiples emisores. En pocas palabras, actuaba como un banco central privado que forzaba al resto de bancos a que actuaran honestamente. Gracias a ello, convirtió a Nueva Inglaterra en una isla de estabilidad monetaria en medio del caos monetario circundante".

4. Es más sencillo controlar la actividad de un banco central monopolístico

En última instancia, los economistas que defendieron un monopolio de la banca central lo hicieron porque creían que resultaría más fácil de controlar y de someter a unos parámetros de comportamiento que ellos reputaban como objetivamente positivos. Por ejemplo, tanto el bullionismo radical como la Escuela Monetaria eran partidarios de sujetar la circulación de billetes a las reservas de oro de sus emisores, para lo cual resultaba del todo coherente reclamar un monopolio para la emisión de esos billetes al que se le pudiese someter a semejante regla. Como decía Samuel Jones Lloyd en *Further Reflections on the State of the Circulation and the action of the Bank of England* (1837):

La creación de papel moneda debería limitarse a una sola entidad, a la que se le confiara el poder y el control exclusivo sobre sus emisiones, responsabilizándola de la adecuada regulación de su cantidad (…). Dado que para mantener el valor del papel moneda como sustituto de los metales precios es absolutamente necesario que los emisores de ese papel se regulen por su adhesión total y sin reservas a una regla cierta y bien definida [el Principio Monetario], parece evidente que es más fácil imponerle esta obligación a un solo emisor que a una multiplicidad de ellos".

En el campo contrario, el bullionismo moderado y la Escuela Bancaria eran conscientes de que la actividad fundamental de los banqueros consistía en descontar buen crédito comercial para atender las necesidades del comercio, algo que en principio debería haber favorecido la defensa de una red descentralizada y competitiva de entidades financieras. Sin embargo, no todos los miembros de la Escuela Bancaria se sumaron a esta propuesta, por cuanto algunos de ellos juzgaban el comportamiento de los bancos como demasiado imprudente a la hora de mantener unas reservas demasiado reducidas. Ya hemos comentado que éste fue el caso del líder de la Escuela, Thomas Tooke. Pero también el propio John Stuart Mill, en sus *Principios de Economía Política* (1848) justificó una centralización bancaria como mecanismo para asegurar y controlar las reservas de oro de la nación:

En ausencia de alguna circunstancia especial, el principio general de la libertad comercial debería prevalecer. Sin embargo, parece deseable mantener un gran establecimiento como el Banco de Inglaterra, que se distinga del resto de bancos de emisión en esto: que sea el único con la obligación de abonar sus pasivos en oro, de modo que los demás tengan la libertad de pagar sus billetes con los de ese establecimiento centralizado. El propósito de esto es que exista un cuerpo responsable de mantener unas reservas de metales preciosos en suficiente cantidad como para hacer frente a cualquier fuga de oro que razonablemente puede ocurrir. Si se disemina la responsabilidad entre un gran número de bancos, se impide que arraigue en alguno de ellos: o si se le impone a uno, las reservas de metales que mantengan los restantes serán capital ocioso y dilapidado, pudiéndoles eximir de esa carga dándoles la opción de pagar con billetes del Banco de Inglaterra.

Nótese que del texto de Stuart Mill no se desprende que su modelo de banca centralizada deba pasar necesariamente por un monopolio gubernamental que restringe la competencia bancaria (el ya citado Banco de Suffolk sería un ejemplo de cómo articular un sistema similar sin restringir la competencia), pero él si lo califica de excepción al principio general de la libertad comercial.

En todo caso, los partidarios del monopolio de emisión tanto dentro de la Escuela Monetaria como de la Escuela Bancaria pecaban del mismo error intelectual: pensar que el mantenimiento de un sistema monetario sano requería de unas normas fijas de carácter muy específico y, por tanto, regulables por el Estado. En el caso de la Escuela Monetaria, ya expusimos por qué sus prescripciones estaban plenamente erradas y por qué, por tanto, imponerlas sobre el Banco de Inglaterra (como se hizo con la Ley de Peel de 1844) no tenía ningún sentido. En el caso de la mucho más acertada Escuela Bancaria, simplemente se equivocó al pensar que podían predeterminarse científicamente el nivel óptimo de reservas de un banco. Tal como expuso Bagehot en *Lombard Street*: "El crédito es una opinión generada por las circunstancias y por los cambios en esas circunstancias. La situación del crédito es un asunto que sólo puede conocerse remitiéndose a los hechos, mediante prueba y error. Y por esos mismos motivos, sólo la experiencia puede decirnos qué cantidad de 'reservas' bastan para crear una amplia confianza: en esta materia no se puede llegar a ninguna conclusión precisa salvo observando incesantemente la opinión pública y analizando en cada momento cómo reacciona a los acontecimientos". O dicho de otro modo, la cantidad óptima de reservas sólo puede descubrirse empresarialmente en cada momento de la coyuntura, para lo cual, como ya vimos, Bagehot confiaba mucho más en una red descentralizada y en competencia de bancos que en un monopolio estatal.

Al final, pues, tanto unos como otros pecaron de arrogancia intelectual al pensar que su mayor o menos comprensión de la teoría económica bastaba para resolver, regulaciones bancarias mediante, un complejo y dinámico problema empresarial que sólo podía solventarse en un marco de competencia en el mercado. Ambos pecaron, por consiguiente, de simplificar en exceso la problemática para tratar de encajarla en un esquema manejable y fácil de resolver para el intervencionismo estatal.

Un error que, en materia financiera, es especialmente grave, por cuanto la limitación arbitraria de unos instrumentos de crédito no consigue que deje de efectuarse un uso imprudente de las transacciones a crédito, sino que se canalicen por la vía de otros instrumentos crediticios que, por lo general, exhibirán un perfil más arriesgado e inconveniente. Tal como escribió Herbert Spencer:

Todos deberíamos darnos cuenta, aun sin apelar a la experiencia, que es imposible que el Parlamento impida a la gente imprudente hacer cosas imprudentes (…) Todo lo que hace el Estado en materia crediticia, cuando se excede su deber, es perturbar y corromper. La cantidad de crédito que cada hombre da a otros se determina por causas naturales, morales y físicas (el carácter medio de las personas, sus estados de ánimo y las circunstancias). Si el gobierno impide dar crédito de una forma, los hombres encontrarán otra forma de hacerlo, probablemente peor. Pero el grado de confianza mutua basado en la prudencia o en la imprudencia se terminará imponiendo. El intento de restringirlo mediante la ley no es más que repetir la vieja historia de ahuyentar al océano con un tenedor.
Y es que si no fuera por estas cortapisas estatales, más nocivas que inútiles, emergerían ciertas cortapisas naturales que realmente mantendrían a raya el crédito insano y la especulación exuberante. Si no fuera por los intentos de garantizar la seguridad por ley, es harto probable que la elevada presión del mercado indujera a los bancos a competir entre sí en función de la

seguridad ofrecida a sus clientes: tratarían de desbancarse los unos a los otros por la obtener la confianza legítima del público.

Conclusión

Los tres grandes debates monetarios que se desarrollaron en Inglaterra a lo largo del s. XIX permiten perfilar de una manera mucho más acabada la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith. Para que ésta opere de manera correcta y sirve verdaderamente para autorregular los medios de pago basados en el crédito han de darse tres circunstancias esenciales: a) los pasivos de la banca han de ser convertibles en oro, b) nacer del descuento de efectos comerciales autoliquidables y c) en un contexto de libertad y competencia bancaria. Si estas tres propiedades no se reúnen a la vez, la autorregulación monetaria y bancaria operará de un modo imperfecto que degenerará en malas inversiones y, como comprobaremos en la lección octava, en ciclos económicos.

En otras palabras, quienes salieron triunfantes de los tres debates anteriormente estudiados fueron los bullionistas moderados (que demostraron la necesidad de que haya un extinguidor último del crédito circulante como puede ser el oro), la Escuela Bancaria (que comprendió la adecuada naturaleza de los billetes de banco como instrumentos crediticios que emergen del descuento de efectos comerciales autoliquidables) y los teóricos de la banca libre (que mostraron razonadamente por qué la libertad y la competencia en materia bancaria son superiores en todos los campos a la banca monopolística). Pese a ello, las ideas que terminaron triunfando, sobre todo en el orden político, fueron las de la banca central monopolística combinada o con el bullionismo radical y la Escuela Monetaria (a la hora de organizar la banca central sobre el monopolio del papel moneda y de obsesionarse con la cantidad del mismo) o con el antibullionismo radical (es decir, el lawismo inflacionista).

En las siguientes lecciones, estudiaremos precisamente cómo las ideas de la Doctrina de las Letras Reales van siendo refinadas y sistematizada a partir del descubrimiento seminal del concepto de liquidez por Carl Menger, pero cómo esas ideas quedan relegadas a una posición absolutamente minoritaria frente al pensamiento cuantitativista e inflacionista que terminarán culminando en John Maynard Keynes y en Milton Friedman.

LECCIÓN 5 – LA REDEFINICIÓN MODERNA DEL ORIGEN Y DE LAS FUNCIONES DEL DINERO

Antecedentes

Si bien los debates monetarios ingleses del s. XIX fueron extremadamente útiles a la hora de perfilar y profundizar en la Doctrina de las Letras Reales smithiana, los fundamentos sobre los que se asentaba no eran ni mucho menos sólidos. Recordemos que toda teoría económica parte de una cierta teoría del valor económico y, en este sentido, la teoría del valor de Adam Smith era, como ya vimos, completamente errónea en tanto en cuanto lo hacía depender del trabajo. En cierto modo, pues, la ciencia económica estaba falta de una revolución de paradigma que inevitablemente también debía afectar a la teoría monetaria.

Esto fue, justamente, lo que sucedió durante el tercer tercio del s. XIX: el economista austriaco, Carl Menger, modificó la teoría del valor económico para hacerla depender de la utilidad subjetiva de los bienes y, con ello, sentó a su vez las bases para una teoría monetaria basada en el cardinal concepto de liquidez. Por desgracia, Menger sólo tuvo tiempo de desarrollar de forma bastante completa su teoría del dinero, pero no fue capaz de complementarla con una teoría del crédito circulante que, como veremos, sí estaba latente en sus escritos. Semejante tarea fue obra de economistas contemporáneos y posteriores a Menger que en gran medida se basaban en sus desarrollos teóricos para mejorar la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith.

En paralelo a Menger, sin embargo, se desarrolló otra tradición de pensamiento rival que lejos de situar el origen del dinero en el mercado, lo caracterizó como una criatura del Estado: nos referimos al chartalismo de Georg Friedrich Knapp. En cierto modo no es de extrañar, pues Menger y los economistas que complementan su obra no hicieron más que desarrollar sobre un terreno más sólido la tradición smithiana, del bullionismo moderado y de la Escuela Bancaria, mientras que Knapp se ubicó en la estela del mercantilismo y del antibullionismo radical.

En esta lección estudiaremos toda esta tradición monetaria sobre el origen, las propiedades y las funciones del dinero que se inicia con el concepto de liquidez mengeriano. Asimismo, ofreceremos una visión crítica del chartalismo, si bien resaltaremos ciertos aspectos acertados y que deben incorporarse en una teoría monetaria bien pergeñada.

Dos teorías sobre el origen del dinero: botton-up y top-down

Carl Menger: el dinero como la selección espontánea del bien más líquido

En 1871 Carl Menger publicó sus *Principios de Economía Política* donde expuso que el valor de los bienes económicos depende de su utilidad (esto es, de su adecuación para satisfacer los fines de los seres humanos), pero no de su utilidad total, sino de su utilidad marginal: del valor del fin menos importante que un determinado stock de productos permite conseguir: "El valor de un bien concreto o de una determinada cantidad parcial de la masa total de bienes de que dispone un sujeto económico es igual a la significación que para el mencionado sujeto tiene la satisfacción de las necesidades menos importantes que puede alcanzarse con aquella cantidad parcial y todavía no está asegurada por la cantidad total". Por ejemplo, el valor de un saco de trigo cuando tenemos tres sacos de trigo será el del fin menos valioso que uno de esos sacos de trigo nos permite alcanzar.

De la ley de la utilidad marginal decreciente se deduce que la posesión de una mayor cantidad de un determinado bien reduce la utilidad de ese bien y que, por el contrario, una reducción de su cantidad la incrementa. Es decir, si tenemos tres sacos de trigo y conseguimos un saco de trigo adicional, la utilidad del bien "un saco de trigo" se reducirá por cuanto se dirige a satisfacer un fin menos valioso; asimismo, si uno de los tres sacos de trigo es destruido en un incendio, la utilidad del bien "un saco de trigo" aumentará, por cuanto el segundo saco de trigo se dirigirá a satisfacer un fin más valioso que el que iba a satisfacer el tercer saco de trigo.

Esta evolución de la utilidad ante cambios de la cantidad es una característica universal de los bienes: un aumento en la cantidad de un bien siempre reduce su valor y una minoración siempre lo incrementa. Ahora bien, que esta regularidad afecte a todos los bienes no significa que los afecte a todos en la misma magnitud. Habrá bienes cuya utilidad variará más violentamente y los habrá otros que la verán variar más lentamente: en concreto, habrá bienes que sirvan para satisfacer una enorme cantidad de fines (por tanto, su utilidad se reducirá muy lentamente ante aumentos de su cantidad) y habrá otros que apenas contribuyan a ello (por lo que su utilidad se reducirá muy rápidamente ante aumentos de su cantidad). No es lo mismo contar con más unidades de sacos de trigo que con más unidades de libros de sánscrito: la utilidad marginal del primero caerá más lentamente que la del segundo. Como expone Menger en su libro *El dinero* (1909): "Para ciertos bienes existe solo una demanda muy exigua y esporádica, mientras que para una serie de bienes de otro tipo la demanda es más general y constante". En el siguiente gráfico ilustramos este fenómeno con el ejemplo de dos bienes: la utilidad marginal del bien A (con una demanda más general y constante) cae más lentamente que la del bien B (con una demanda más exigua y esporádica) ante incrementos de su cantidad.

De este modo llegamos al concepto de liquidez: son líquidos aquellos bienes con una demanda más amplia y constante que, por consiguiente, ven cómo su utilidad marginal decrece más lentamente en cualquier mercado y en cualquier momento del tiempo. La demanda de estos bienes líquidos es tan estable que no se satura en ningún momento con la cantidad ofertada. Por tanto, podemos definir liquidez como estabilidad del valor de un bien ante cambios espaciales, temporales y cuantitativos en las condiciones de su oferta o de su demanda. En *El dinero*, de hecho, Menger llega a equiparar liquidez con "valor intrínseco" (utilidad marginal) constante y estable, a saber, bienes con una utilidad marginal que no se reduce en absoluto ante incrementos de su cantidad con el paso del tiempo. Para Menger, estos bienes líquidos pueden ser de diversos tipos: "1. Los bienes disponibles sólo en cantidad limitada, de modo que quien los posee en abundancia manifiesta con su posesión su prestigio y poder (en particular su rango social). De estos bienes existe, por consiguiente, en el mercado una demanda constante y prácticamente casi ilimitada (…) 2. Los productos locales destinados al consumo doméstico, al tratarse de objetos universalmente deseados y necesarios (…) 3. Bienes de amplia y constante necesidad y consumo que no se producen, o no en cantidad suficiente, en un territorio y que por consiguiente tienen que ser importados (…) 4. Bienes que, por efecto de costumbres o de las relaciones de poder, existe la obligación de ofrecerlos periódicamente en forma de prestaciones unilaterales (…) 5. Artículos destinados a la exportación".

Obviamente, cuando estos bienes líquidos son intercambiados por bienes ilíquidos, sus precios se comportan de un modo doblemente especial. El primero efecto particular lo recoge Menger en su artículo *El origen del dinero* (1892): el precio unitario al que pueda comprarse

(el llamado "precio pedido") un bien líquido será prácticamente el mismo que el precio al que pueda venderse (el llamado "precio ofrecido"). En todos los otros bienes, el precio pedido siempre se encuentra por encima del precio ofrecido, y el diferencial, o margen, entre ambos se va ensanchando conforme aumenta la cantidad que se quiere comprar o vender: el precio ofrecido unitario decrece con la cantidad que se desea vender (la utilidad marginal de un mayor número de unidades para los potenciales compradores decrece y, por tanto, el precio por unidad que se recibe es menor) y el precio pedido unitario crece con la cantidad que se desea comprar (la utilidad marginal de un menor número de unidades para los potenciales vendedores se incrementa y, por tanto, el precio por unidad que se ha de pagar es mayor). Con los bienes líquidos, sin embargo, el margen entre el precio pedido y el precio ofrecido es muy estrecho y apenas se incrementa con su cantidad transada: la utilidad marginal para los potenciales compradores apenas decrece (de modo que están dispuestos a ofrecer un precio unitario constante) y la utilidad marginal para los potenciales vendedores apenas se incrementa (de modo que están dispuestos a pedir un precio unitario constante). Como expone Menger:

El margen, o la pérdida que sufre quien se ve obligado a deshacerse de un artículo en un momento dado al precio ofrecido y no al solicitado, representa una cantidad muy variable, tal como veremos si observamos el comercio y los mercados de mercancías determinadas. Si se va a vender el maíz o el algodón mediante un intercambio organizado, el vendedor estará en posición de hacerlo prácticamente por cualquier cantidad, en el momento en que lo desee, con una pérdida muy pequeña. Si la cuestión fuera desprenderse de grandes cantidades de tela o seda a voluntad el vendedor por lo general deberá contentarse con un considerable porcentaje de disminución en el precio. Peor sería el caso de aquel que en cierto momento debe deshacerse de instrumentos astronómicos, preparados anatómicos, manuscritos en sánscrito u otros artículos tan poco comercializables.

La segunda característica del precio de los bienes líquidos es que permiten aislar los movimientos que se deben a los cambios de la utilidad del bien ilíquido. Si dos bienes ilíquidos se intercambian, de este intercambio surge una ratio conocida como precio. El problema reside en que, en estas circunstancias, las alteraciones de ese precio pueden deberse o a variaciones de la utilidad de uno de los bienes ilíquidos o a variaciones de la utilidad de otro de los bien ilíquido: será imposible, fijándose en los movimientos de precios, conocer cuál de ambos bienes se ha depreciado o apreciado en valor. Sin embargo, cuando un bien ilíquido se intercambia por un bien líquido –esto es, por un bien con una utilidad marginal muy estable– a priori cabrá imputar toda la variación del precio a alteraciones de la utilidad del bien ilíquido; como decía Menger en *El dinero:* "Si la relación de cambio entre ese bien de valor intrínseco estable y cualquier otro experimentase un cambio, tendríamos siempre la certeza a priori de que las causas determinantes de la variación habría que ir a buscarlas en las de este último bien".

Debido a estas dos particularidades de los precios de los bienes líquidos (estabilidad de los precios a lo largo del tiempo ante cambios en la oferta del bien líquido), Menger concluye que se trata de bienes particularmente apropiados para superar las limitaciones a los intercambios y a la división del trabajo que impone el trueque. En efecto, el intercambio de dos bienes ilíquidos es inconveniente y enormemente costoso debido a dos razones.

La primera es la dificultad de que se dé la doble coincidencia de necesidades cuando estamos operando a través del trueque (una de las partes tiene el tipo y la cantidad de bienes que desea la otra parte *y a la inversa*), por lo que la división del trabajo queda enormemente contingentada: uno no puede especializarse en producir enormes cantidades de un mismo bien, pues el precio unitario que obtendrá al venderlo será exponencialmente menor con su mayor cantidad, pues nos hallamos ante un bien ilíquido que encima excluye a la mayoría de sus demandantes potenciales (como consecuencia de las dificultades de adquirirlo vía trueque). Así las cosas, aquellos que posean en su patrimonio bienes líquidos lo tendrán mucho más sencillo para acudir al mercado y acceder a las mercancías específicamente deseadas que quienes ofrecen bienes ilíquidos: "quien lleva al mercado bienes del primer tipo [ilíquidos] para cambiarlos por otros de los que tiene específica necesidad, por lo general tendrá menos probabilidades de alcanzar este objetivo o, en todo caso, debe hacer mayores esfuerzos y sacrificios económicos que quien va al mercado con bienes del segundo tipo [líquidos]".

La segunda razón es que los bienes líquidos son especialmente convenientes para los intercambios es que permiten expresar en una misma unidad homogénea y constante en utilidad el valor de las rentas y de los patrimonios de los empresarios, esto es, de los agentes económicos que se especializan en producir mercancías para el resto de individuos buscando obtener un lucro a través de esa operación. Si la división del trabajo consiste en especializarse en fabricar aquellas mercancías que son más valiosas para los consumidores, parece claro que será necesario poder calcular qué planes de negocio son más rentables, para lo cual será a su vez imprescindible contar con esa unidad de referencia homogénea y líquida con la que efectuar los cálculos (en la lección séptima ampliaremos esta cuestión): "En la actualidad, para conocer la importancia de un patrimonio o de una renta no se precisa ya enumerar todos sus componentes y para formarse un juicio sobre la correspondiente importancia económica de un bien es aún menos necesario describirlo en todos sus detalles. Para alcanzar estos objetivos basta con el conocimiento de su 'valor monetario'".

Dicho de otro modo, aquellos bienes más líquidos serán unos candidatos ideales para desempeñar la función de medios de cambio indirectos y de unidades de cuenta: los agentes tenderán a buscarlos no porque sirvan para satisfacer directamente sus necesidades finales, sino porque serán unos muy buenos instrumentos de cambio y también muy buenos instrumentos de contabilización. De este modo, el acto de compraventa podrá dividirse en dos decisiones lógica y temporalmente separadas: comprar (entregar bienes líquidos para recibir mercancías ilíquidas) y vender (entregar mercancías ilíquidas para recibir bienes líquidos). Es así como podemos decir que los bienes más líquidos devienen dinero: "En la terminología científica (no ciertamente en la corriente) se denominan como dinero a las mercancías (cabezas de ganado, conchas, sal, etc.) convertidas en intermediarias del intercambio de uso general". Y, de hecho, una vez estos bienes líquidos son empleados como dinero, su demanda se vuelve mucho más amplia y profunda, aumentando todavía más su liquidez. Como explica Menger en *El origen del dinero*: "Cuando los productos relativamente más líquidos se convirtieron en 'dinero', el acontecimiento tuvo, en primer lugar, el efecto de aumentar de manera sustancial su liquidez originalmente alta".

Por consiguiente, para Menger el dinero cumple dos funciones esencial: ser el medio general de los intercambios y ser la unidad de cuenta en la que expresar el valor de bienes, rentas y patrimonios. El autor austriaco deja desacertadamente fuera la que más adelante comprobaremos que es la otra función primordial del dinero: ser un mecanismo para transportar valor intertemporalmente de manera líquida y segura, esto es, ser lo que se suele conocer por "depósito de valor". Al cabo, si un bien es buen medio de cambio también ha de ser capaz de mantener temporalmente su valor hasta que ese intercambio sea perfeccionado

(a corto o a muy largo plazo). En honor a la verdad, hay que decir que Menger reputaba, en *El dinero*, la cualidad de depósito de valor como una propiedad del buen dinero en lugar de como una función: "Cuando un bien es especialmente apropiado para el atesoramiento y es utilizado con amplitud para este fin, esta es una de las causas más importantes de su elevado grado de liquidez y de su aptitud para llegar a convertirse en medio general de cambio". Pero la caracterización puede dar lugar a equívocos.

En definitiva, según Menger los individuos comienzan a demandar bienes líquidos para agilizar sus intercambios con otros individuos o grupos de individuos. Pero lo hacen no porque exista un compromiso explícito por parte de nadie para aceptar esos bienes líquidos a modo de medio de intercambio, sino porque desde un comienzo su demanda no dineraria es mucho más amplia y estable que la del resto de bienes, de manera que, al poseerlos, se están maximizando sus oportunidades de acceder posteriormente a las mercancías finales que desean adquirir en el mercado. Además, esta circunstancia, conocida cada vez por un mayor número de agentes, hace que poco a poco las expectativas de todos ellos vayan convergiendo en torno a la superior estabilidad del valor de ese bien líquido, pasando por tanto a aceptarlo sin exigir sacrificios en su precio. Ese es, justamente, el rasgo esencial del dinero: que su habilidad para actuar como tal no depende de la obligación de nadie, sino del valor que establemente le atribuyen la generalidad de agentes. Tal como ya había expresado décadas antes Henry Thornton con respecto al oro: "el único activo monetario que no es el pasivo de nadie más".

Lo anterior también implica, además, que el dinero no emerge de un modo centralizado, planificado o consensuado desde arriba (top-down), sino como un orden descentralizado, espontáneo y emergente desde abajo (bottom-up). El intercambio indirecto a través de bienes líquidos simplemente se va abriendo camino gracias a la perspicacia empresarial de unos individuos que se dan cuenta que algunos bienes son más fáciles de comercializar que otros. En distintos momentos y lugares, sin embargo, pueden emplearse simultáneamente diferentes medios de cambio indirecto, los cuales entrarán en un proceso de competencia hasta que los agentes terminen seleccionando aquellos que, a su juicio, son más líquidos que el resto (incrementando su demanda y ensanchando, con esta decisión, todavía más el diferencial de liquidez), esto es, terminen seleccionando el dinero.

Históricamente, los bienes que terminaron por ser seleccionados como los más líquidos en el mercado fueron los metales preciosos, como atestigua Menger en *El origen del dinero*: "Los metales preciosos se han convertido en el medio corriente de intercambio más generalizado entre los pueblos de civilización económica avanzada por su liquidez altamente superior en relación con la de todos los otros productos y, al mismo tiempo, porque se los ha considerado especialmente aptos para las funciones concomitantes y subsidiarias del dinero". Las razones las desarrolla el austriaco en *El dinero*; muy en especial, su universal y permanentemente insatisfecha demanda: "La cantidad de metales nobles disponible es tan exigua respecto al deseo de tenerlos que el número de personas que no satisfacen –o lo hacen solo parcialmente– su demanda de tales bienes, y la amplitud de esta misma demanda explícita (insatisfecha), son constantemente muy elevadas, proporcionalmente mucho más elevadas de lo que sucede con otros bienes más importantes pero más ampliamente disponibles. El deseo de estos bienes (tanto explícito como latente) es tan amplio como constante". Pero también es menester hablar de otras propiedades que el austriaco no llega a esbozar pero que sí son fundamentales para que un bien líquido termine actuando como dinero. El inglés William Stanley Jevons, que descubrió la teoría de la utilidad marginal decreciente de manera paralela a Menger (sin bien con una formulación mucho más inexacta), también escribió un libro sobre el dinero –*Money and the Mechanism of Exchange* (1875)– en el que sí detallaba varias de las propiedades de que debía gozar un buen dinero: "1. Utilidad y valor; 2. Portabilidad; 3.

Indestructibilidad; 4. Homogenidad; 5. Divisibilidad; 6. Estabilidad de valor; 7. Cognoscibilidad"; para terminar concluyendo que los metales preciosos eran los que mejor cumplían con esas propiedades: "No es necesario remarcar con detalle que, aunque muchas de las mercancías enumeradas en el capítulo 4 poseen en mayor o menor medida las cualidades esenciales del dinero, no pueden compararse ni de lejos con muchos metales. Algunos metales parecen haber sido escogido por la naturaleza para ser empleados como dinero por encima de todas las otras sustancias, al menos cuando actúan como medio de cambio y depósito de valor".

En cualquier caso, el dinero para Menger es una criatura social y no una criatura de la ley: "El dinero no es una creación de la ley; no es un fenómeno de origen estatal, sino un fenómeno de origen social. Al concepto general de dinero le es ajena su sanción por parte de la autoridad estatal". Eso no significa, sin embargo, que el economista austriaco no le atribuyera ninguna influencia al Estado sobre la evolución del dinero. De entrada, recordemos que Menger considera que una clase de bienes líquidos que pueden aspirar a convertirse en dinero son "bienes en los que, por efecto de las costumbres o de las relaciones de poder, existe la obligación de ofrecer periódicamente en forma de prestaciones unilaterales: por ejemplo, regalos y tributos consistentes en ciertos bienes que se entregan por costumbre o en virtud de relaciones de sometimiento, a personas distinguidas, sacerdotes, curanderos encumbrados, etc., resarcimientos patrimoniales, castigos penales por daños infligidos de acuerdo con la ley, bienes de cierto tipo para regalar según los usos a las novias, etc.": es decir, dado que el Estado puede llegar a jugar un rol muy relevante dentro de las sociedades, es evidente que por los mismos motivos puede llegar a insuflar una demanda muy intensa sobre ciertos bienes (por ejemplo, aquellos en los que se abonan los tributos), dotándoles de una cierta liquidez que puede llevarlos a convertirlos en dinero: "[Que el dinero surja de aspiraciones específicamente individuales de los miembros de la sociedad] no excluye evidentemente que el Estado promoviera o influyera en su nacimiento, como sucedió con tantas otras instituciones que se formaron de manera análoga". Además de lo anterior, Menger le reserva al Estado la función de acuñar la moneda con la finalidad de "perfeccionar el dinero", tal como recuerda en *El origen del dinero*: "A través del reconocimiento del estado y de la regulación por parte del gobierno esta institución social del dinero se ha perfeccionado y ha sido adaptada a las múltiples y variadas necesidades de la evolución del comercio".

Del análisis monetario de Menger parecería desprenderse que el austriaco sólo concebía la existencia de dinero metálico, lo que lo situaría en la órbita ricardiana de ignorar la diferencia entre los pagos en dinero y los pagos a crédito. Pero, al contrario, Menger sí era muy consciente no sólo de la existencia del crédito circulante, sino de su diferencia con respecto al dinero. Tal como expone al final de *El dinero*: "[Las instituciones financieras], gracias a sus operaciones de crédito e inversión, y especialmente con sus operaciones de descuento de letras de cambio, están en condiciones de hacer frente con mucha más facilidad al aumento momentáneo de la demanda de medios de circulación que acompaña al incremento de la demanda de crédito. De este modo, los bancos de emisión, en virtud de la mayor elasticidad que ofrece la creación de billetes de bancos respecto a la de monedas acuñadas en metales nobles, cubren de un modo más efectivo la importante función de adaptar la circulación monetaria a las necesidades variables de medios de circulación que tiene la economía nacional". Por consiguiente, parece claro que Menger se insertaba en la tradición del bullionismo moderado y de la Escuela Bancaria, por mucho que su ámbito de investigación teórico se limitara a la teoría del dinero y no alcanzara la teoría del crédito circulante.

Georg Friedrich Knapp: El dinero como criatura de la ley

En paralelo con el austriaco Carl Menger, el economista alemán Georg Fredrich Knapp desarrolló su propia obra sobre el dinero, cristalizada en su libro *La teoría estatal del dinero* (1905). Las conclusiones de Knapp eran justo las contrarias a las de Menger: el dinero no es fruto de la competencia descentralizada en el mercado sino de la regulación, especialmente estatal. De hecho, la frase con la que Knapp abre el libro es la opuesta a la conclusión mengeriana: "El dinero es una criatura de la ley".

Para Knapp, el dinero es una categoría particular dentro de un género mucho más amplio: el de los medios de pago, entendidos estos últimos como "un objeto móvil que puede ser usado para los intercambios". Por consiguiente, para analizar qué es exactamente el dinero y qué posición ocupa dentro de un sistema económico, será imprescindible analizar la clasificación que efectúa el alemán de estos medios de pago según un doble criterio: su origen y su función. Conviene, sin embargo, lanzar una advertencia preliminar: el economista alemán se propuso reinventar todo el léxico empleado en la teoría monetaria, de ahí que vaya a ser necesario adentrarnos en su enrevesado vocabulario.

En cuanto a su origen, el economista alemán era de la opinión de que los primeros medios de cambio habían surgido a partir de mercancías que poseían un valor no monetario previo que comenzaron a emplearse cada vez en más intercambios: "La mercancía de intercambio general es una institución de relaciones sociales; se trata de una mercancía que ha llegado a obtener un uso especial en sociedad, primero mediante la costumbre, luego a través de la ley. Esta mercancía socialmente reconocida como medio de intercambio es, por supuesto, siempre un medio de pago". En este sentido, Knapp coincidía grosso modo con Menger: aunque el análisis del austriaco era mucho más rico a la hora de explicar la causalidad económica que llevaba a la emergencia del dinero, el alemán reconocía que históricamente había sido habitual que los medios de pago tomaran la forma, en un primer momento, de una mercancía empleada, por costumbre o por ley, en todas las transacciones.

Cuando el medio de pago tenía un origen material, Knapp decía que se trataba de un medio de pago 'automaterialista', siendo el caso más común que el material empleado fuera un metal precioso, en cuyo caso estaríamos ante un medio de pago autometalista. Para el alemán, sin embargo, la sustancia en la que estaba basado un medio de pago era de escasa relevancia: el factor decisivo era si ese medio de pago circulaba según el peso que contenía de ese determinado material (por ejemplo, gramos de oro) o, por el contrario, circulaba según el valor nominal que le asigna una normativa (por ejemplo, en Inglaterra ya vimos que a los 8,38 gramos de oro contenidos en forma de una moneda 'guinea' se les atribuía legalmente un valor de una libra y un chelín, pero cuando llegó la inconvertibilidad y el valor del oro en bruto se revalorizó, las guineas siguieron circulando por una libra y un chelín, pese a que el oro que contenían poseía un valor superior en libras). En los medios de pago que circulan según su peso, le relevante es, por tanto, la cantidad de metal que ese medio de pago contenga, con independencia de si ese metal tiene una forma estandarizada (medio de pago mórfico) o no (amorfo). En cambio, en los medios de pago que circulan según el valor que les atribuye una norma, la forma es el elemento esencial: "La proclamación [del valor] se consigue cuando se establece que las piezas monetarias que cumplan con una determinada descripción serán consideradas tantas unidades de valor".

Cuando la sociedad emplea medios de pago que circulan por la proclamación de su valor nominal, en el fondo está utilizando como medios de pago una especie de "tickets" de compra cuyo valor queda completamente desligado de la sustancia material en la que vengan expresados. A esto vales de compra Knapp los denomina "medios chartales de pago" o, más escuetamente, "dinero". En otras palabras, el economista alemán restringía la categoría de dinero a los medios chartales de pago, de ahí que a su doctrina se le conozca habitualmente

por el término chartalismo: "El dinero siempre es un medio chartal de pago. A aquellos medios chartales de pago les llamamos dinero. La definición de dinero es por tanto la de 'un medio chartal de pago'".

Siendo la forma el elemento esencial de los medios chartales de pago, las reglas que determinen la configuración y el proceso de adquisición de esa forma vendrán a ser una especie de "constitución monetaria". Según el contenido de esas normas, el dinero podrá subdividirse a su vez entre hilógeno (cuando el dinero procede de la conversión de una determinada cantidad de metal) o autógeno (cuando la forma no se origina de la conversión de ninguna cantidad de metal, sino por simple proclamación). A su vez, el dinero hilógeno podrá ser ortotípico (cuando el metal entregado se transforma en dinero metálico con un contenido específico regulado por la norma) o paratípico (cuando se entrega metal, pero se recibe como dinero otro tipo de material). Y, de nuevo, el dinero autógeno podrá ser metaloplástico (cuando el dinero no se crea entregando ninguna cantidad específica y regulada de metal a la autoridad, pero el dinero autógeno utilizado sí posee una base metálica) o papiroplástico (cuando el dinero autógeno es papel).

Aunque la nomenclatura pueda parecer compleja, la clasificación de Knapp es bastante intuitiva. Por ejemplo, si los agentes utilizan el oro en bruto como medio de pago, tendremos un medio de pago por peso y amorfo (I); si, para minimizar los costes de transacción, optan por acuñar el oro en bruto pero continúan intercambiando según el peso de oro de cada moneda, tendremos un medio de pago por peso y mórfico (II). Si, en cambio, el oro en bruto se entrega a una casa de acuñación para que le dé una forma de moneda, pero el valor de esa moneda no depende del peso que tenga en oro sino del valor nominal que represente, tendremos un dinero hilógeno ortotípico (III); si se entrega el oro pero se recibe, a cambio, una determina cantidad de papel moneda inconvertible, éste será un dinero hilógeno paratípico (IV). Por último, cuando el dinero no nace de la entrega de ciertas cantidades de metal por parte de los ciudadanos a la Casa de la Moneda, sino que simplemente se utilizan como medio de pago piezas estandarizadas estaremos ante dineros autógenos: pudiendo tomar éstos la forma de monedas de algún metal (V) o de papel (VI). Así, para Knapp el patrón oro decimonónico sería un caso de dinero hilógeno ortotípico, mientras que el actual sistema monetario fiat, donde conviven monedas metálicas para pequeños pagos y papel moneda inconvertible para pagos mayores, sería una forma de dinero autógeno metaloplástico y papiroplástico.

Pero, como anteriormente decíamos, los medios de pago no sólo pueden clasificarse por su origen, sino también por su función. En primer lugar, los medios de pago pueden ser de acepción obligatoria o voluntaria por parte del acreedor. A su vez, los de acepción obligatoria pueden dar lugar a un pago definitivo (se extingue completamente la deuda) o a uno provisional (cuando el pago no extingue por entero las deudas: por ejemplo, si una deuda comercial se salda con un billete del banco central convertible en oro, subsiste una deuda del banco central al acreedor comercial). Y, nuevamente, el dinero con el que se efectúa un pago definitivo puede ser de acepción obligatoria en los pagos que realiza el Estado (los que él denomina 'apocéntricos') o no serlo: si lo es, estaremos ante dinero valuta; todos los restantes dineros que no sean valuta serán dinero accesorio.

El dinero valuta, por consiguiente, es un dinero que es de aceptación obligatoria y definitiva en los pagos que realiza el Estado. Pero, al ser obligatorio para los pagados del Estado, termina deviniendo dinero de aceptación obligatoria en todos los pagos, incluyendo los pagos que los ciudadanos han de realizar al Estado (los llamados 'epicéntricos') y en los pagos privados entre ciudadanos (los 'paracéntricos'): "Cuando, por necesidad política, el Estado anuncia que efectuará sus pagos con billetes del Estado, ha de permitir igualmente que, por ser fuente de derecho, esos billetes sirvan para todos los otros pagos".

De esta manera, las deudas monetarias privadas dejan de ser deudas reales (deudas que se salden entregando el tipo de dinero convenido) para convertirse en deudas nominales (o deudas lítricas, como prefiere denominarlas Knapp): "Las deudas lítricas son, por tanto, deudas que, desde la perspectiva del Estado, son saldadas con los medios de pago concurrentes en ese momento históricos". Dicho de otro modo, el dinero valuta se convierte en el patrón monetario del país, en su unidad de cuenta: "El dinero valuta es simplemente dinero: para el observador externo, el destino de la unidad de cuenta de un país depende del destino de su dinero valuta (…) El medio de pago valuta de un país es lo que llamaríamos su 'patrón' en el sentido más estricto del término". Por ejemplo, durante el patrón oro inglés, las monedas de oro eran dinero valuta porque los acreedores del Estado estaban obligados a aceptarlas como medio definitivo de pago; los billetes del Banco de Inglaterra, en cambio, serían dinero accesorio, por cuanto no constituían un medio de pago definitivo, sino provisional; y los billetes de los bancos provinciales, serían dinero accesorio por ser de aceptación voluntaria.

Con esta doble clasificación, Knapp consigue ligar el concepto de dinero al Estado tanto por su génesis cuanto por su finalidad: el dinero es un medio chartal de pago configurado por la ley y cuya función última es ser recibido obligatoriamente en los pagos que realiza el Estado. El Estado es autónomo, por consiguiente, para definir no sólo qué bien desempeñará el papel de patrón monetario de un país (dinero valuta) sino incluso para crear ese dinero (medio chartal de pago): "Los siguientes principios generales son válidos: 1) La elección de los medios de pago es un acto libre del Estado. 2) La denominación de esos medios de pago según las nuevas unidades de valor es un acto libre de la autoridad estatal. 3) La definición de la nueva unidad de valor también es un acto libre del Estado".

Claramente, la teoría chartalista del dinero desarrollada por Knapp pretende oponerse a la teoría de la liquidez del dinero pergeñada por Menger: el primero sostiene que el Estado crea y da contenido centralizada y deliberadamente al dinero, mientras que el segundo expone cómo el dinero emerge descentralizadamente a partir de las acciones no intencionales de los individuos. En realidad, sin embargo, la teoría de Knapp va más allá de exponer que el dinero es una criatura de la legislación estatal: tal como el propio economista alemán se ve forzado a reconocer conforme avanzan las páginas de su libro, no es el Estado per se la entidad capaz de crear dinero, sino en general toda comunidad de pagos.

Así, cuando Knapp se dedica a reflexionar sobre la transferencia bancaria como medio de pago, se da cuenta de que los bancos son, en principio, capaces de crear unidades de cuenta que puedan ser transferidas entre ellos como medio de pago sin la participación del Estado: "Que la unidad de valor, el marco banco, se estableciera independientemente en el Banco de Hamburgo, sin conexión alguna con la unidad monetaria del Estado, es un caso particularmente instructivo: cada comunidad de pagos puede crear su propia unidad de valor para sí misma. El Estado lo puede hacer porque es una comunidad de pagos, no porque sea el Estado. El Estado es sólo la más familiar y la más antigua de las comunidades de pagos, pero

no es la única. La organización jurídica de una comunidad de pagos es la que crea la unidad de valor. Esto supone una importante ampliación del punto de vista con el que empezamos el libro: que el Estado es la única comunidad de pagos". Dentro de estas comunidades de pagos, Knapp llega a incluir el autometalismo, esto es, el uso de los metales preciosos como medio de pago; en su opinión, si el oro se utiliza para pagar es porque quienes los integrantes de esa comunidad así lo acuerdan: "El pago es una transacción que implica a una comunidad, sea ésta el Estado, los clientes del banco o una asociación de pagadores. Incluso pude ir más allá del Estado, como sucede con el autometalismo, donde la comunidad está compuesta por todos aquellos que reconocen a la plata, el cobre o el oro como mercancía de intercambio". De ahí que, transcurrida la mitad de su libro, proponga ampliar su afirmación inicial sobre al dinero: "Tal como dijimos al comienzo del libro, todo el mundo de los pagos es una creación de la ley; a esto debemos añadir ahora 'de la ley del Estado o de las comunidades privadas de pago'".

Por consiguiente, lejos de interpretar el chartalismo de Knapp como una teoría que pretende demostrar que el dinero únicamente puede surgir, definirse y cobrar sentido dentro del Estado, deberíamos reinterpretarlo como una exposición de la creación top-down, centralizada y deliberada del dinero por parte de organizaciones políticos o económicas (especialmente los Estados, pero también bancos, ferias y otras asociaciones privadas), mientras que, por el contrario, Menger vendría a ser el mayor exponente de la explicación de la creación bottom-up, descentralizada y espontánea del dinero por parte de órdenes emergentes. En este sentido, no existe ninguna incompatibilidad a priori entre ambas teorías: nada impide que los medios de pago surjan centralizadamente en unos contextos y descentralizadamente en otros. Algo muy similar sucede con otra institución social como el derecho: éste puede crearse de manera centralizada y deliberada (mandatos legislativos) o de forma descentralizada y espontánea (costumbre). Knapp, ciertamente, dejaba un resquicio abierto a la tesis mengeriana: "El pago es una transacción que implica a la sociedad, sea ésta el Estado, los clientes de un banco o cualquier comunidad de pagadores. Incluso se puede extender más allá del Estado, tal como sucede en el autometalismo, donde son las personas quienes reconocen a la plata, al cobre o al oro como una mercancías de intercambio"; y Menger no rechazaba por entero la tesis de Knapp, tal como ya vimos que admitía en *El dinero*: "[Que el dinero surja de aspiraciones específicamente individuales de los miembros de la sociedad] no excluye evidentemente que el Estado promoviera o influyera en su nacimiento, como sucedió con tantas otras instituciones que se formaron de manera análoga".

Será necesario, por tanto, manejar ambas teorías sobre el origen del dinero y de los medios de pago para analizar las distintas realidades económicas: en contra de lo que, como luego veremos, sugerirán muchos chartalistas posteriores, un mercado libre sí puede desarrollar y descubrir su propio dinero sin planificación deliberada del Estado o de organizaciones privadas; sin que ello equivalga a negar que, al mismo tiempo, un Estado lo suficientemente intervencionista en cuestiones monetarias pueda conseguir influir de manera determinante en la elección y uso de un determinado tipo de dinero.

Ahora bien, lo que sí sucede es que al dinero le corresponde desempeñar ciertas funciones coordinadoras dentro de una economía y, para cumplirlas de un modo óptimo, no sirve cualquier activo dinerario. De ahí que la cuestión siga siendo qué método es el más adecuado para seleccionar en cada momento el dinero óptimo que maximice la coordinación espacial y temporal de los agentes económicos: si la planificación centralizada o la competencia descentralizada basada en la prueba y el error. Como expondremos en la lección séptima, existen razones de peso para pensar que la planificación centralizada será más ineficiente que la competencia descentralizada para descubrir en cada momento cuál es el activo que reúne las mejores propiedades dinerarias. Además, en tanto este proceso de planificación

centralizada del dinero sea implementado por medios coactivos, el soberano tenderá a buscar medios de pago que le beneficien personalmente a costa del bienestar del resto. Como iremos comprobando, todo el movimiento chartalista –como también sucediera con sus antecesores los mercantilistas y los antibullionistas radicales– buscará manipular el sano y espontáneo funcionamiento del dinero para alcanzar ciertos objetivos políticos y redistributivos. El propio Knapp reconoce sin ambages este extremo maquiavélico: "Cuando el Estado altera os medios de pago, ¿sale alguien perdiendo? Por supuesto, ¿y por qué no debería si el Estado posee razones primordiales para sus actuaciones? El Estado jamás puede lograr sus objetivos sin perjudicar ciertos intereses privados".

Pero, por supuesto, la contrapartida de esta ceguera y de estos incentivos perversos inextricablemente ligados a la selección centralizada del dinero acarrea problemas en la coordinación espacial y temporal entre los agentes económicos que de ese dinero debería derivarse. En el caso de Knapp, estas deficiencias coordinadoras se observan con mayor claridad en la rúbrica de la coordinación espacial (a diferencia de los chartalistas posteriores, Knapp no presentaba una marcada inquina contra el atesoramiento como mecanismo de coordinación intertemporal) y, más en concreto, de la coordinación internacionalista. Al fin y al cabo, si el dinero se circunscribe al ámbito del Estado, ¿qué sucede con la división internacional del trabajo? ¿Acaso no pueden realizarse intercambios entre ciudadanos de distintos Estados que, por tanto, manejan distintos medios chartales de pago? Knapp es claro a este respecto: "La forma chartal nunca puede existir internacionalmente o mejor dicho, nunca puede prevalecer entre Estados siempre que sean independientes. Esta es una importante limitación con respecto al autometalismo". Es por ello que el economista alemán no recomienda en su libro una sustitución del patrón oro (dinero chartal hilógeno ortotípico) por el papel moneda (dinero chartal autógeno papiroplástico) sino un mantenimiento del patrón oro que permita una cierta coordinación con el exterior: es verdad que el dinero valuta de un país carece de valor en el extranjero, pero como los metales preciosos también poseen un valor como mercancía en todas las zonas del mundo, la estabilización de los tipos de cambio para los distintos gobiernos resulta mucho más sencilla. Knapp ciertamente era de la opinión de que esa estabilización, al final, dependía de la voluntad de los distintos gobiernos para reconocerse de manera recíproca su respectivo dinero valuta, pero como por pragmatismo veía improbables tales pactos, se decantaba por seguir con el patrón oro.

Si bien en la lección décima analizaremos con mucho mayor detalle los inconvenientes que para la coordinación espacial acarrea un sistema de tipos de cambio flexibles derivados de interrelación de las monedas fiat nacionales, basta poner de manifiesto cómo los dineros planificados centralizadamente (chartales) pueden acarrear serios problemas de coordinación social y económica, precisamente por haber abortado el proceso dinámico de descubrimiento propio del libre mercado.

A comienzos del s. XX, por consiguiente, disponíamos de dos explicaciones sobre el origen del dinero: la que lo explicaba como un proceso bottom-up (orden emergente) y la que lo describían como un acto top-down (planificación centralizada). Ambas carecían, sin embargo, de una potente teoría del crédito circulante: Menger, porque no pudo llegar a desarrollarla; Knapp, porque incluía el crédito circulante dentro de la categoría de dinero (dinero provisional) sin reflexionar extensamente sobre sus implicaciones.

Dos teorías sobre el origen del crédito circulante: teoría de la liquidez y neochartalismo

Así las cosas, a principios del s. XX no sólo nos encontrábamos con dos teorías enfrentadas sobre el dinero, sino también con una única teoría del crédito circulante verdaderamente

sólida: la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith en su versión popularizada por la Escuela Bancaria.

En este sentido, el concepto mengeriano de liquidez encajaba a la perfección con la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith. Al fin y al cabo, Adam Smith sugería que sólo debían emitirse pasivos bancarios que surgieran del descuento de efectos comerciales girados contra la venta de mercancías altamente demandadas: por mercancías altamente demandas, claro está, cabe entender mercancías líquidas. En el fondo, pues, la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith sólo planteaba la posibilidad de *acuñar* temporalmente el capital representado por mercancías líquidas a punto de consumirse.

Por desgracia, ambas teorías (la de la liquidez de los bienes, por un lado, y la Doctrina de las Letras Reales, por otro) no llegaron a combinarse enteramente hasta bien avanzado el siglo XX en la figura de Antal Fekete, debido a que Menger no desarrolló su propia teoría del crédito circulante basada en su teoría de la liquidez de los bienes, y debido a que quienes manejaban la teoría smithiana del crédito circulante no llegaron a incorporar de un modo sistemático la teoría mengeriana de la liquidez de los bienes. Por el contrario, el chartalismo sí terminó por incorporar tempranamente las ideas de la Escuela Bancaria versionadas por un economista del que ya hemos hablado: Henry Dunning Macleod. Desgraciadamente, Macleod, aunque realizó aportes muy notables a la teoría del crédito, también insufló nuevos errores dentro de la teoría tradicional de la Escuela Bancaria que fueron, justamente, los que más influyeron sobre el chartalismo.

En el resto de la lección nos dedicaremos a analizar estas dos líneas de pensamiento: por un lado, cómo la Doctrina de las Letras Reales sigue desarrollándose de manera parcialmente autónoma y sin integrarse completamente con la teoría de la liquidez del dinero de Carl Menger hasta bien entrado el s. XX; por otro, cómo el chartalismo edifica desde muy pronto su teoría del crédito sobre las parcialmente equivocadas aportaciones de Henry Dunning Macleod.

Previamente, y con el propósito de visualizar los puntos de partida comunes de ambas escuelas, expondremos la teoría del crédito de Henry Dunning Macleod. A los defensores de la tradicional Doctrina de las Letras Reales, Macleod les sirve en buena medida de inspiración porque la amplía, refina y mejora en varios aspectos; a los chartalistas, porque sus errores constituirán la base de su nueva teoría del crédito.

Henry Dunning Macleod fue a la teoría del crédito lo que Menger o Knapp a la teoría del dinero: su gran sistematizador en los albores del s. XX. Su obra más importante es *La teoría del crédito* (1889-1897), donde, por desgracia, no incorpora los progresos teóricos esenciales que Menger había efectuado en la teoría del dinero (tal vez porque Macleod publica el primer volumen de *La teoría del crédito*, donde expone su propia teoría del dinero, en 1889, y Menger no publica su famoso artículo sobre *El origen del dinero* hasta 1892), lo que le lleva a caer en el gran error proto-chartalista de considerar que todo dinero es una forma de crédito. Probablemente como reacción exagerada al bullionismo radical y a la Escuela Monetaria (que, como sabemos, equiparaban los billetes de banco con el dinero), Macleod llega a sostener que todo dinero es una forma de deuda.

Así, en opinión del escocés, la necesidad social del dinero surge cuando los individuos empiezan a realizar intercambios desiguales en valor y, en consecuencia, necesitan algún tipo de “registro” que recoja el exceso de valor que unos agentes temporalmente han entregado sobre el que han recibido y que les permita en el futuro cobrarse ese exceso de valor del resto de los agentes. Es ese cobro latente que permite el dinero atesorado lo que lleva a que Macleod

denomine deuda al dinero: “Mientras los productos intercambiados posean un idéntico valor, no existe ninguna necesidad por el dinero (…) Si una transacción tiene lugar entre personas con resultados desiguales, una seguiría debiendo a la otra cierta cantidad de bienes o servicios. Esto constituirá una deuda, esto es, un derecho o una propiedad a cobrar en el futuro se creará a favor de la persona que ha recibido una menor cantidad de producción o de servicios (…) A lo largo del tiempo, todas las naciones han establecido alguna sustancia material que acuerdan hacer intercambiable entre ellos y que represente una cantidad de deuda (…) Esta mercancía universalmente intercambiada es conocida como dinero (…) cuya función es representar las deudas que surgen de intercambios desiguales entre los seres humanos (…) El dinero es lo que se conoce como crédito (…) El oro y la plata pueden, por consiguiente, denominarse crédito metálico”.

En cierto modo, la Escuela Monetaria confundía ciertas formas de crédito con el dinero y Macleod cae en el error opuesto: confundir el dinero con el crédito. Aun así, Macleod no procede a equiparar absolutamente dinero y crédito. A sus ojos, siguen existiendo diferencias significativas entre el tipo de crédito que es el dinero y todas las restantes formas de crédito: fundamentalmente que las deudas pueden tener que amortizarse en dinero a vencimiento, mientras que éste carece de él. Por un lado: “Parece claro que dinero y crédito son de la misma naturaleza, sólo que el dinero es la forma más elevada y general del crédito. Ambos son un derecho o título a demandar algo de otra gente (…) Ahora bien, supongamos que ha tenido lugar una venta y que se ha creado una deuda; el orden público requiere que el deudor pueda obligar al acreedor a aceptar algo para pagar la deuda (…). Ese algo que el deudor está obligado a aceptar del acreedor como pago de la deuda es el dinero o, también llamado, curso legal”; por otro: “Existe una diferencia entre dinero y crédito: no existe límite temporal para que el tenedor de dinero exija su satisfacción ni tampoco está limitado a exigir algún tipo particular de satisfacción. Puede mantener el dinero tanto tiempo como desea, incluso transmitírselo a sus herederos de modo que sean ellos quienes exijan satisfacción cuando lo deseen. El crédito siempre se crea con la intención expresa de ser, o al menos ser capaz, de extinguirse en un momento determinado. Es el crédito que no se extingue lo que genera los terribles cataclismos que han esparcido ruina y miseria sobre todas las naciones”.

Para el escocés, sin embargo, la única forma de extinguir las deudas no es sólo a través de su pago en dinero, sino que también cabe amortizarlas por otras tres vías: “Existen cuatro métodos por el que las obligaciones se extinguen: condonación (o perdón), pago en dinero, novación (o renovación o transferencia) y compensación”. La condonación consistiría en que el acreedor perdone al deudor su pago; la novación que una deuda viva sea sustituida por otra nueva deuda con un plazo mayor (renovación) o contra un nuevo deudor (transferencia); la compensación que dos posiciones deudoras recíprocas desaparezcan. Al final, pues, Macleod quiere demostrar que no todas las deudas, ni siquiera una mayoría de ellas, se saldan en dinero: “Dado que una letra o un billete es una obligación a entregar dinero, muchos escritores desinformados suponen que siempre tiene que pagarse en dinero o en billetes de banco”. El problema es que lleva esa obsesión tan lejos que incluso llega a equiparar a efectos terminológicos dinero y deuda.

Macleod considera que la función del crédito distinto del dinero es “usar para el comercio el valor presente de beneficios futuros”. Dentro de esta categoría, el escocés distingue entre dos grandes grupos: el crédito comercial y el crédito bancario. El primero es que el surge o bien de la venta pasada de mercancías sin haberlas cobrado (letras reales) o bien del compromiso a comprar mercancías futuras (letras de acomodo): “La esencial diferencia entre las letras reales y las letras de acomodo es que una representa transacciones pasadas, y la otra representa transacciones futuras. Con la letra real, se han comprado bienes para pagar la letra; con la letra de acomodo, se comprarán bienes para pagar la letra. Pero no hay razón para

preferir la una sobre la otra”. El escocés cree que la diferencia entre ambos tipos de crédito comercial es más bien escasa, pues las letras no representan bienes específicos, sino que son derechos generales de cobro contra individuos presuntamente solventes: “Una letra de cambio no representa ningunos bienes en concreto. Solo representa deuda: ni siquiera representa dinero. No es más que un derecho de cobro contra una persona para que pague dinero”.

El segundo tipo de crédito de los banqueros, cuyo cometido es el de “comprar oro y deudas mercantiles pagaderas en el futuro creando créditos o deudas a la vista contra sí mismo”. Macleod acepta que los banqueros descuenten tanto letras reales como letras de acomodo, pues como decimos en su opinión la diferencia entre ellas es escasa. Retomando un argumento que ya utilizó originalmente Henry Thornton, Macleod afirma que las garantías de las letras reales suelen exagerarse, en tanto en cuanto sobre un mismo conjunto de mercancías pueden efectuarse diversas operaciones comerciales sobre las que surgirán varias letras que podrán ser descontadas por varios banqueros: “En el curso legítimo de los negocios, habrá dos o tres letras circulando que deriven de la transferencia de unos bienes dados, por lo que habrá dos o tres letras más que propiedad a la que se refieren”. Los banqueros, más que fijarse en la garantía real del crédito comercial deberían prestar más atención en las garantías personales, esto es, en la probabilidad de cobro en relación con la actividad del deudor (por eso poco importa que, a su juicio, las mercancías se hayan vendido ya, como sucede con las letras reales, o vayan a comprarse en el futuro con los fondos proporcionados por la banca, como sucede con las letras de acomodo).

En este punto, Macleod se distancia con claridad de la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith y se aproxima peligrosamente al lawismo. Es verdad que el autor es consciente de que las crisis comerciales vienen sobre todo por el descuento excesivo de letras de acomodo y que comprende que “todo crédito creado en exceso de los pagos futuros y que no se vaya a pagar totalmente a vencimiento es excesivo, y es el crédito excesivo el que da lugar a las crisis comerciales”; pero aun así cree posible que el buen banquero se limite a descontar buenas letras de acomodo tal como, a su juicio, sucedía en Escocia.

Y, ciertamente, podría parecer que no existe una gran diferencia conceptual de cara a una sana regulación monetaria entre que un banquero descuente la deuda comercial que resulta de una venta ya efectuada y no cobrada y la deuda que surge del compromiso tácito de adquirir una determinada partida de mercancías. Pero sí la hay: ése compromiso tácito por adquirir mercancías líquidas no tiene por qué terminar dándose, de manera que el librador de la letra podría emplear los fondos obtenidos en adquirir de un modo especulativo bienes de consumo ilíquidos o bienes de capital que no permitan autoliquidar la operación y sobre los que, a posteriori, el banquero no pueda ejercer ningún control. O por expresarlo de otro modo, por lo general las letras de acomodo no podrían circular autónomamente como medio de pago sin el descuento de un banco (pues, salvo excepciones, pocos tenderían a aceptar deudas a corto plazo cuyo mecanismo de liquidación efectiva se desconoce), mientras que las letras reales sí podrían circular sin demasiados obstáculos.

Por otro lado, la crítica de Macleod, que es la de Thornton, a las letras reales tampoco tiene demasiado fundamento: es verdad que contra una misma partida de bienes pueden girarse tantas letras reales como ventas no cobradas se efectúen, lo que aparentemente genera múltiples derechos sobre unas mismas mercancías líquidas. Pero recordemos que, como el propio Macleod explica, la letra no es un derecho de cobro contra unas mercancías concretas, sino un derecho de cobro personal cuya seguridad se deriva de un conjunto de operaciones comerciales que, al afectar a bienes de consumo líquidos, se hallan en proceso de concluir exitosamente a corto plazo. O dicho de otro modo, es verdad que cada vendedor sucesivo de una misma partida de mercancías puede crear una letra real, pero fijémonos que esa nueva

letra real (en la que él es el librador) queda afecta al pago de la letra que previamente se giró contra él (y de la que él es librado-aceptante), de manera que cada comerciante sólo puede colocar nuevas letras en el mercado por el valor añadido que incorpore a las mercancías que ulteriormente venda. Al final, por consiguiente, si toda la operación comercial resulta exitosa, todas esas letras se podrán liquidar con la venta de esa sola partida de mercancías (combinando pago en dinero, con extinción por novación y extinción por compensación): el problema, claro está, será que esa operación no resulte exitosa por haberse dirigido al descuento de bienes de consumo insuficientemente demandados. Pero si las mercancías implicadas en las transacciones comerciales son líquidas (y dilucidar ese punto es la misión del banquero que descuenta el crédito comercial) no habrá problema alguno por muchas letras que se giren sobre ellas. Resulta cuando menos sorprendente que el economista que más claramente sistematizó los distintos mecanismos para liquidar una obligación cayera en un error tan básico.

En todo caso, la obra de Macleod permite visualizar con claridad el esencial papel del crédito circulante en los sistemas monetarios modernos. Sus equivocaciones (teoría del dinero y alejamiento parcial de la Doctrina de las Letras Reales) no empañan la gran contribución que efectúa a la ciencia económica (como ya le sucedía a Adam Smith con su deficiente teoría del valor). De hecho, si reemplazamos su pobre teoría del dinero por la teoría mengeriana, todo su restante sistema teórico sigue en pie. Sin embargo, también es posible combinar a Macleod no con la teoría del dinero de Menger, sino con la de Knapp. A estudiar la evolución de estas dos líneas de pensamiento dedicaremos el resto de la lección.

La teoría de la liquidez del crédito circulante

Primeros desarrollos

En la lección 4 estudiamos la Escuela Bancaria tal como se desarrolló en el país que concentró a sus principales teóricos: Inglaterra. Sin embargo, lo cierto es que la Escuela Bancaria también tuvo, durante el s. XIX, sus importantes seguidores en el Continente, especialmente en Francia y Alemania. De ahí que durante la primera mitad del s. XX podamos encontrar dos líneas paralelas de pensamiento dirigidas a desarrollar y profundizar en las ideas de la Escuela Bancaria, tanto en Estados Unidos (continuando la tradición inglesa) como en el Continente europeo (continuando con la tradición continental previa).

En Estados Unidos, fueron varios los autores que concentraron buena parte de su foco analítico en la cuestión del crédito circulante, pero de entre todos sobresalió el fundador del Departamento de Economía en la Universidad de Chicago, James Laughlin. Laughlin se incardinaba dentro de la tradición de la Doctrina de las Letras Reales y de la Escuela Bancaria y gracias a sus lecturas de Macleod y Menger había llegado a una teoría del crédito circulante bastante depurada; en su opinión, los medios de pago de una comunidad estaban integrados tanto por el dinero que constituía su patrón monetario cuanto, sobre todo, por el crédito colateralizado por bienes de consumo altamente demandados (bienes altamente vendibles, como él los denominaba, traduciendo el concepto de liquidez de Menger por vendibilidad). Tal como escribió en su paper *A theory of prices (1905)*: "El poder adquisitivo de una persona consiste en su tesorería y en todos los bienes que puede vender inmediatamente; o, dicho de otro modo, en su tesorería y su crédito. El poder adquisitivo de una comunidad que persigue a todos los bienes, por tanto, se compone de toda la tesorería, y de todos los bienes inmediatamente vendibles o acuñables por parte de los bancos (…) En realidad, el crédito normal, cuando convierte bienes vendibles entre medios de pago presentes, simplemente logra que una mayor cantidad de bienes se intercambien entre ellos de lo que sería posible sin el uso del crédito".

Como vemos, Laughlin, sin explicitarlo, hace hincapié en un tema que la mayoría de economistas clásicos tenía muy claro y que, después de Menger, todavía lo era más: los bienes que pueden utilizarse como medio de cambio son aquellos que poseen una elevada demanda y cuyo valor, por consiguiente, es estable. Entre ellos no sólo cabe encontrar el dinero, sino también aquellas mercancías que están a punto de ser consumidas y cuyo valor monetario se recoge en el papel comercial que surge de su distribución. Tal como expresó en *The Principles of Money* (1912): "Se llama papel 'comercial' porque guarda relación con las operaciones comerciales y porque nace de intercambios de buena fe. El fundamento último y verdadero de estas operaciones cabe encontrarlo en la existencia de transacciones comerciales o industriales que fueron las que dieron pie a solicitar un préstamo al banco. Desde un punto de vista agregado, las garantías proceden simplemente del poder de compra de la población y del comercio y de la industria en general. No es el tipo de garantías que dependen de valores de inversión o del último análisis sobre capacidad de generación de beneficios, sino una garantía que depende el poder de consumo. Se basa directamente en la capacidad de la población para absorber una cantidad de bienes que proceden de decisiones pasadas". Para Laughlin, pues, eran los bienes de consumo altamente demandados los que debían constituir la base del crédito circulante sano: "Los billetes de banco basados en la garantía de activos comerciales son una forma elástica y segura de las operaciones crediticias, dado que los bienes vendibles que se hallan en el proceso de transferirse del productor al consumidor son el mejor aval de todos los otros activos". Y, por el contrario, la extensión de crédito circulante para todos los restantes activos constituía una forma de crédito anormal (lo que nosotros denominamos lawismo y que luego ligó con el antibullionismo radical): "El crédito anormal puede definirse como el acuñamiento de bienes o propiedades en forma de medios de pago presentes (expresados en dólares u otras unidades) en una cantidad que, sabiéndolo o no, es superior al valor de los bienes o vendibles o propiedades que posee el deudor".

El discípulo más exitoso de Laughlin en Chicago fue Henry Parker Willis, profesor en la Universidad de Columbia y quien a lo largo de su carrera mantuvo posiciones muy parecidas a las de su maestro. Así, en *Banking and Business* (1921) se manifestó del siguiente modo:

La diferencia entre, por un lado, el crédito de inversión y, por otro, el crédito comercial puede hallarse en el hecho de que, mientras la amortización o liquidación del crédito comercial procede del intercambio de bienes presentes –o de bienes que están a punto de ser consumidos–, el crédito de inversión será eventualmente liquidado como resultado del ahorro que será generado por el incremento de la capacidad productiva (…) [La distinción entre ambos tipos de crédito] suele atribuirse a la diferencia de plazo temporal pero, como ya se ha indicado, la diferencia esencial no es de plazo temporal, sino más bien del uso que se hace del tiempo. Es una diferencia sobre el tipo de actividad realizado: el crédito comercial se utiliza para conectar a productores y consumidores, mientras que la banca de inversión se dedica a conectar a los productores con aquellos que prefieren una renta al uso inmediato del capital.

En la órbita de Laughlin o Parker Willis se situaron otros economistas americanos como William A. Scott, quien en *Money and Banking* (1903) escribió:

Muchos tipos de activos perfectamente seguro no son adecuados para expandir el crédito bancario. A esta categoría pertenecen los bonos, las acciones o las hipotecas, y en general muchos otros activos que representan

capital fijo en lugar de capital circulante. Tales instrumentos crediticios son amortizados tras períodos de tiempo muy dilatados y su valor depende de los beneficios de las empresas, y no de que concluyan exitosamente las transacciones comerciales ordinarias. Esos activos no se convierten, por así decirlo, automáticamente en tesorería cada dos o tres meses, y por consiguiente le proporcionan al banco los medios para retirar los medios de pago emitidos en el momento en que los descontó.

O Eugen Agger, quien sostuvo en *The Commercial Paper Debate* (1914) que:

Los bancos no deberían adelantar crédito salvo para facilitar intercambios socialmente productivos de riqueza en los que el medio final de pago se haya aplazado. El crédito bancario es un medio de intercambio cuya existencia se hace posible gracias a la asunción de que el banco es capaz de pagar en todo momento sus pasivos a la vista. La naturaleza de estas obligaciones impide que el banco use su crédito para propósitos distintos a los de pagos aplazados a corto plazo sobre intercambios de buena fe. Así, el banco estrecha la distancia entre el momento de la entrega del capital y su cobro. Su propósito es anticipar el cobro de un crédito que ya existe, no el de crear nuevos créditos. Los préstamos concedidos al especulador que espera un aumento de los precios no surgen de los intercambios. Los medios de cambio adicionales sólo se necesitan cuando hay intercambios adicionales y los atesoramientos especulativos de mercancías no incrementan sino que reducen esos intercambios. Por muy rentables que puedan ser esas especulaciones y otros préstamos similares, no constituye una base sana para el crédito concedido vía billetes de banco.

O los economistas Berle y Pederson desarrollaron en *Liquid Claims and National Wealth* (1934):

La liquidez real existe cuando un activo puede transformarse inmediatamente en tesorería porque se halla en alguna de estas categorías de bienes: a) entra continuamente en el uso o consumo humano; b) es destruido o permanentemente inmovilizado a través de su uso o consumo; c) son normalmente reemplazados por nueva producción (…) Su capacidad para satisfacer necesidades humanas hace altamente probable que estos activos encuentren comprador sin necesidades de ningún mecanismo financiero especial, durante un corto período de tiempo y a un precio más o menos estable (…) En el lenguaje general de los banqueros y hombres de negocios, se los califica como autoliquidables.

El pensamiento monetario de Laughlin y Parker Willis fue dominante en EEUU durante la primera década del s. XX y, de hecho, llegó a inspirar a la primera Ley de la Reserva Federal en 1913 (no en vano, Parker Willis asesoró en su redacción). Como podemos leer en la sección 13 de la legislación original: “Cualquier banco federal puede descontar billetes, giros o letras de cambio que surjan de transacciones comerciales presentes; es decir, billetes, giros y letras de cambio que hayan sido emitidas para usos comerciales, industriales o agrarios (…) pero esta definición no debe incluir billetes, giros o letras que simplemente cubran

inversiones o que hayan sido emitidos para el propósito de comerciar con acciones, bonos u otros activos de inversión, salvo bonos y billetes del gobierno de los Estados Unidos”.

Sin embargo, no sólo la Reserva Federal fue corrompiéndose para aceptar como colateral cualquier tipo de activo, sino que, en el plano teórico, la tradición de pensamiento de Laughlin y Parker Willis, que engarzaba con Adam Smith, el bullionismo moderado y la Escuela Bancaria, fue barrida de la academia estadounidense por otra mucho más mecanicista y que engarzaba como David Hume, el bullionismo radical y la Escuela Monetaria: las teorías del profesor de Yale Irving Fisher. Fisher dinamitó todos los esfuerzos de Laughlin o Parker Willis por diferenciar la naturaleza del crédito circulante según su colateral líquido (y, como veremos en la siguiente lección, sus efectos sobre los precios); así, en su libro *The purchasing power of money* (1907), el de Yale dio un trato análogo a todos los medios de intercambio, sea cual fuera su origen, pues lo único a lo que concedió importancia fue a la cantidad de esos medios de pago y no a su calidad: “Los activos [del banco], tal como se ha indicado, suelen ser deuda comercial, pero, según la teoría bancaria, podrían ser cualquier tipo de propiedad”. Con estos mimbres, no es de extrañar que, una vez Fisher intuyera que la excesiva prodigalidad bancaria a la hora de dar crédito (sin plantearse si ése crédito era de calidad o no lo era) fuera la causa última de las distorsiones económicas, se adhiriera a las antiguas propuestas de la Escuela Monetaria conducentes a limitar la emisión de pasivos bancarios a unas reservas de tesorería del 100% (por ejemplo, en su libro *100% Money and the Public Debt* [1936]). Como decimos, las teorías de Fisher terminaron barriendo a las de Laughlin, hasta el punto de colonizar la cátedra de Economía que este último había creado en Chicago (consolidándose en las manos de la tradición monetarista de Henry C. Simons y Milton Friedman).

Pero, como ya adelantamos, la Doctrina de las Letras Reales y la Escuela Bancaria no sólo tuvieron su repercusión en Estados Unidos, sino que también arraigaron en la Europa continental. En Austria, por ejemplo, nos encontramos con Felix Somary, que cursó su doctorado bajo la dirección de, precisamente, Carl Menger. En su libro *Política bancaria* (1915) Somary abogaba por que el crédito comercial se dirigiera a financiar las transacciones con manufacturas líquidas, muy en línea con la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith: “El crédito industrial no dispone de una garantía especial; se otorga teniendo en cuenta el total de las partidas líquidas de una empresa (…) El crédito es líquido porque, si el banco hace uso de su derecho y exige el reembolso del crédito concedido al empresario, éste puede en todo país con una economía desarrollada dirigirse a otro banco, si no es en momentos de pánico, solicitando un crédito por el importe realizable de las partidas líquidas de su activo (…) Si no consigue encontrar el crédito necesario y se ve obligado a suspender pagos, el banco podrá resarcirse completamente realizando el activo de la empresa”. El único punto importante donde Somary se distanció de la doctrina clásica fue en defender (erróneamente) que el crédito comercial también podía dirigirse a financiar operaciones especulativas a muy corto plazo vinculadas al mercado de valores. Por su parte, en Alemania sobresalió la figura de Heinrich Ritterhausen, quien también prosiguió la tradición clásica de la Doctrina de las Letras Reales. En su libro *Paro forzoso y capital* (1930) afirmó: “El crédito de los bancos es puramente comercial, mercantil o de mercaderías, siempre que no se utilice para la pignoración de depósitos, para la especulación o para otros fines, sino solamente para la venta de mercancías a plazo, salvando todo el período de la expedición y venta de tales mercancías. El verdadero crédito comercial sólo se otorga sobre el importe de las mercancías efectivamente vendidas”.

Si saltamos a Italia, allí podemos encontrar a Bruno Moll, quien en su obra *La moneda* (1938) expuso que: “El intento de ajustar la cantidad de billetes de banco en proporción a la demanda de medios de pago se representa con el llamado respaldo bancario. Esta garantía consiste en

primer lugar en letras de cambio y cheques que se originan en el curso del comercio serio con mercancías (…) Se debe tener en cuenta que estas letras de cambio no eran obligaciones de hombres libertinos o pródigos; ni obligaciones de un gobierno que necesitaba continuamente nuevos recursos, sino que eran instrumentos para postergar pagos cuyo ingreso, aunque tardío, era casi seguro. Fueron reflejos de los negocios que se efectuaron". Asimismo, otro gran economista como Costantino Bresciani-Turroni publicó en el segundo volumen de su *Curso de Economía Política* (1951) que: "Un banco de emisión debe limitarse a conceder créditos a corto plazo (…) Es necesario, además, que el género de operaciones de crédito a corto plazo sea tal que alimente la expectativa razonable de que el dinero volverá efectivamente al banco en su vencimiento. Esta perspectiva la presentan las operaciones que, como se dice, se 'liquidan por sí mismas' dada su naturaleza comercial (…) [Las mercancías sobre las que se concedan anticipos] deben tener un amplio mercado y, por lo tanto, ser realizables cuando el deudor no afronte sus obligaciones".

Y, por último, en Francia aparecieron figuras tan notables como Charles Rist, quien en su monumental *Historia de las doctrinas relativas al crédito y a la moneda* (1938) escribió que:

En esencia, la función del crédito comercial es la de hacer circular las mercancías. Cuando un mayorista vende a crédito sus bienes a un minorista, las mercancías circulan más rápidamente que si se hubiesen tenido que vender en efectivo. No se produce ningún préstamo de dinero, sino un pago diferido, gracias al cual se registra una venta que no habría ocurrido sin ese aplazamiento. La letra girada contra el deudor constituye la evidencia de la venta. El pago del precio por el comprador último de los bienes proporcionar al minorista los medios con los que pagar la letra al mayorista cuando venza. Si el mayorista, mientras tanto, endosa la letra para pagar por otros bienes que él haya adquirido, y ese segundo a su vez hace lo propio con un tercero, el pago final de la letra, cuando se produzca, liquidará, a modo de historia de los intercambios, todas estas transacciones. Los bienes habrán cambiado de manos sin necesidad de que el dinero circule. La letra de cambio es, por tanto, un mecanismo no para lograr que el dinero circule, sino para evitar que tenga que circular. Todo el crédito comercial registrado y endosado con letras en su uso como medio de pago tiene el efecto de hacer que las mercancías circulen más rápidamente, sin que el dinero tenga que participar en la operación.

O como Jacques Rueff, quien en *El orden social* (1945) aseguró que: "Las únicas riquezas susceptibles de ser monetizadas sin peligro, o con un peligro lo suficiente pequeño para ser aceptable, y por tanto la única materia prima de la moneda son, en régimen de moneda convertible, el oro y los verdaderos créditos a corto plazo contratados en moneda, y en régimen de moneda inconvertible, los verdaderos créditos a corto plazo contratados en moneda", entendiendo por crédito "verdadero" aquel cuyo valor es igual o inferior al de la riqueza real transferida (que en el caso de créditos autoliquidables a corto plazo sólo pueden ser bienes de consumo finales).

Ahora bien, del mismo modo que en Estados Unidos fue la figura de Irving Fisher la que, como heredera del bullionismo radical y de la Escuela Monetaria, colaboró a enterrar la tradición de la Escuela Bancaria, en la Europa continental fue uno de los discípulos más destacados de la Escuela Austriaca mengeriana quien lo hizo: Ludwig von Mises. Lejos de admitir la naturaleza dual de los medios de pago –por un lado, el dinero y, por otro, el crédito

circulante, siendo la característica común de ambos su liquidez– Mises colocó al crédito circulante dentro la categoría de dinero. En su *Teoría del dinero y el crédito* (1912) argumenta que: “Una persona que acepta y tiene billetes no concede un crédito: no cambia un bien presente por un bien futuro. El billete inmediatamente convertible de un banco solvente se emplea en todas las transacciones comerciales, y nadie establece una distinción entre el dinero y los billetes que tiene en caja. El billete es un bien presente igual que el dinero (…) Quien compra un artículo y lo paga en dinero, en billetes o por transferencia de cualquier otro título pagadero al instante, realiza una transacción al contado; quien paga aceptando una letra a tres meses realiza una transacción a crédito”.

En otras palabras, el economista austriaco recuperó al vicio ricardiano de reducir todo el problema de la sana regulación del crédito circulante a una mera cuestión de limitar su cantidad, como si, en efecto, no se tratara de crédito circulante sino de dinero. De esta manera, Mises era capaz de afirmar que, en el caso de los medios fiduciarios –aquellos sustitutos del dinero que no están plenamente respaldados por dinero–, “la seguridad de la cobertura tiene tan sólo una importancia secundaria. Puede desaparecer enteramente, al menos en cierto sentido, sin menoscabo de su capacidad de circulación”. Asimismo, la única razón de peso que contemplaba para defender que los bancos sí deben preferir el descuento de créditos a corto plazo sobre los créditos a largo plazo era que así “existe una cierta limitación a la cuantía de dicha emisión [de medios fiduciarios por parte de los bancos]”. Las consideraciones sobre la calidad y la liquidez del activo sobre el que se emite el crédito circulante, por consiguiente, estaban ausentes del análisis monetario miseano: el problema esencial volvía a ser uno de cantidades. Mises se separó así no sólo de la tradición smithiana sino también de la mengeriana para conectar con la tradición ricardiana, de un modo muy similar a lo acaecido con Irving Fisher en Estados Unidos (si bien, hay que recalcar que el análisis monetario de Mises es infinitamente más brillante, rico, realista, acertado y profundo que el de Irving Fisher o el de la Escuela Monetaria).

Por consiguiente, tanto en Estados Unidos como en la Europa continental se salvaguardó una cierta tradición de pensamiento continuadora de la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith, si bien esta fue progresivamente marginada por las teorías de la nueva Escuela Monetaria. Todos estos economistas continuadores de la Doctrina de las Letras Reales trataron de enfatizar, con mayor o menor profundidad, que el crédito circulante puede emplearse como sustituto del dinero en los intercambios y que ese crédito circulante sólo podrá mantenerse dentro de sus límites saludables siempre que esté garantizado por mercancías líquidas; esto es, por mercancías altamente demandadas cuya venta permita amortizar el propio crédito circulante.

En medio de estas dos tradiciones, la inglesa y la continental, se formó el economista húngaro Melchior Palyi: nacido en el Imperio Austrohúngaro, estudió e impartió clase en la Universidad de Múnich y se trasladó como profesor visitante a la Universidad de Chicago durante la década de los 20. Palyi fue el economista que, de un modo más consciente, rescató con mayor éxito la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith durante la primera mitad del s. XX. En su artículo, *Asset Liquidity – A restatement* (1936) escribió:

Al modelo clásico de la liquidez de los activos, formulado por Adam Smith en 1776, se le conoce hoy como el concepto de “letra real”. Según expone, el papel comercial a corto plazo –o su equivalente– que represente la venta presente de mercancías constituye el dominio adecuado del crédito bancario comercial. No puede haber sobreemisión de billetes o depósitos mientras el banco se limite a financiar únicamente transacciones

autoliquidables a corto plazo. La operación crediticia es consumada al mismo tiempo que la mercancía 'cambia de manos'; no se genera ningún desequilibrio entre la oferta monetaria en circulación (la demanda agregada) y la provisión de bienes a la venta. Si los bancos restringen el uso de sus pasivos a corto plazo a estos activos autoliquidables, el poder adquisitivo que generen estaría limitado al valor de mercado de los bienes en proceso de venta o producción. Y por los mismos motivos, cualquier adición a los medios de pago que se derive de la financiación directa o indirecta de proyectos empresariales a largo plazo o no autoliquidables tenderá a desequilibrar la situación global de la oferta y la demanda y a "inmovilizar" a las instituciones crediticias.

Palyi, como Adam Smith, ligó la liquidez de los créditos comerciales a su capacidad para autoliquidarse o autoamortizarse, esto es, al de su capacidad para saldarse a través de la venta en el mercado de las mercancías presentes cuya comercialización estaba financiando ese crédito. Como veremos en la lección 8, existe una diferencia fundamental entre un crédito cuya conversión en tesorería sólo puede venir de su transferencia a un tercer adquiriente (es decir, un crédito que sólo puede liquidarse si existe una contraparte dispuesta a ahorrar y a invertir en él) y un crédito autoliquidable cuya conversión en tesorería deriva de la venta a los consumidores de las mercancías subyacentes que financia.

Más allá de sus notables avances teóricos, sin embargo, la figura de Palyi resulta esencial dentro de la historia del pensamiento económico por cuanto inspiró al economista clave para completar la integración moderna del pensamiento mengeriano y de la tradición smithiana de la Doctrina de las Letras Reales: el también economista húngaro Antal Fekete.

La integración definitiva

El propósito de Antal Fekete, discípulo declarado de Melchior Palyi, consistió desde un comienzo en integrar a Adam Smith y a Carl Menger. De acuerdo con Fekete, Menger fue capaz de desarrollar una muy perfilada teoría del dinero, pero sin embargo no llegó a complementarla con una teoría del crédito circulante como, en cambio, sí lo era la teoría de Adam Smith. Sucede que, según Fekete y tal como hemos expuesto más arriba, ambas contribuciones teóricas engarzan perfectamente a través del concepto de la liquidez: el dinero sería el bien económico presente más líquido (como afirma en *Whither Gold?* [1996]: "el bien económico cuya utilidad marginal decrece más lentamente termina siendo dinero") y el crédito circulante serían promesas a entregar dinero colateralizadas por bienes de consumo presentes y líquidos.

Fekete denomina "capital circulante social" a este conjunto de bienes de consumo presentes y líquidos, indicando así que se trata de todos aquellos bienes que ya se hallan en proceso de alcanzar al consumidor y que, debido a su elevada demanda, exhiben una gran estabilidad en sus precios de venta. Tal como lo describe en su artículo *Two sources of credit* (2002):

Podemos definir el capital circulante social, un concepto que le debemos a Adam Smith, como la masa de bienes terminados o semiterminados en urgente demanda que se desplaza lo suficientemente rápido a los puntos de venta de los minoristas como para que sean retirados del mercado en menos de 91 días (la duración de cada una de las estaciones del año) por parte del consumidor final que pague en efectivo. Un determinado bien de

consumo sólo forma parte del capital circulante social si y sólo si puede girarse una letra de cambio contra el que circule en el mercado. La inmediatez del consumo hace que estos vienes sean especiales: su movimiento a través de los canales de producción y distribución resulta predecible. La incertidumbre vinculada con la venta final de los bienes se achata a un mínimo irreductible.

Dicho de otra manera, aunque, tal como afirmó Carl Menger, muy pocos bienes presentes terminan ascendiendo a la categoría de dinero (el oro y la plata, por ejemplo), existe toda una masa de bienes de consumo que, debido a su alta demanda por parte del consumidor final, adquieren una elevada liquidez que les permite actuar transitoriamente como medio de intercambio. Ahora bien, dada la heterogeneidad y temporalidad de ese conjunto fluctuante de bienes, sólo pueden actuar como medio de intercambio en función del valor monetario que resultará de su venta a los consumidores finales. Es decir, ese conjunto de bienes de consumo líquidos que integran el capital circulante social sólo pueden actuar como medio de intercambio cuando se giran promesas de pago (letras de cambio, por ejemplo) contra su venta.

De ahí que exista una diferencia esencial entre el dinero y las promesas de pago garantizadas por la venta de bienes de consumo líquidos: mientras que el dinero es un bien presente, las promesas son bienes futuros, es decir, las promesas simplemente son un compromiso a entregar dinero al acreedor en un momento futuro (sea ese futuro de muy corto o largo plazo). Es ahí donde reside el principal rasgo que no debería llevar a confundir al dinero con el crédito circulante: las promesas de pago vencidas tienen que amortizarse en dinero o por compensación, pero no deben ser refinanciadas con otras promesas de pago (pago por novación, según la terminología de Macleod). Al fin y al cabo, una promesa de pago vencida y no amortizada sólo refleja que las mercancías que la garantizaban no estaban siendo tan urgentemente demandadas como inicialmente se había supuesto, de manera que ese crédito circulante deberá ser liquidado (con la correspondiente provisión de pérdidas) en lugar de seguir siendo utilizado como medio de intercambio. Tal como aparece en su artículo *The bills Drawn on the Goldsmith* (2002): "Otro ejemplo donde el papel no puede disputar su función al oro es en el pago de las letras de cambio a su vencimiento: y debe hacerlo por los mismos motivos que una letra no debe ser renovada una vez ha vencido y por los que el límite absoluto a ese vencimiento son 91 días. Con tal de salvaguardar la integridad y la solvencia del sistema de pagos por compensación, las monedas de oro tienen que usarse para este propósito. La moneda de oro en posesión de su último guardián, el consumidor soberano, es la que extinguirá una letra a vencimiento".

El dinero adquiere así una posición de predominancia sobre todo el crédito circulante: es el liquidador último de la deuda. Un sistema de medios de pago que no incorpore el dinero en sus entrañas correrá el riesgo de saldar mala deuda con la creación de nueva mala deuda, siendo el dinero indispensable para discriminar y depurar las promesas de pago ilíquidas de las verdaderamente líquidas. No resulta difícil efectuar las conexiones entre esta posición de Fekete y el debate que tuvo lugar a comienzos del s. XIX en Inglaterra a propósito de si era posible gestionar adecuadamente el descuento de letras comerciales sin que la libra fuera convertible en oro; un debate donde el bullionismo moderado, la tradición de pensamiento en la que se inserta Fekete, tomó una inequívoca posición a favor del imprescindible retorno a la convertibilidad como vía para guiar la correcta actuación del Banco de Inglaterra.

Esta posición de predominancia del dinero sobre todas las formas de crédito circulante liga, además, con las ideas de otro economista por el que Antal Fekete profesaba gran admiración: John Exter. John Exter fue un banquero estadounidense que integró los órganos de gobierno

de la Reserva Federal y cuya mayor aportación fue lo que se ha venido a conocer como "la pirámide invertida de Exter". El cometido de esta pirámide invertida es, precisamente, el de jerarquizar los distintos activos monetarios y financieros según sus grados de liquidez.

Con independencia de que la jerarquización original que planteó Exter y que arriba ilustramos fuera o no la más acertada, lo esencial es la idea de que prácticamente todos los activos financieros pueden llegar a monetizarse en algún momento determinado (en la lección 8 analizaremos las deplorables consecuencias que acarrea el que la monetización no se limite a los créditos comerciales autoliquidables, tal como plantea la Doctrina de las Letras Reales), pero la liquidez última de todos ellos dependerá del vértice de la pirámide: el dinero, en su papel de liquidador último de la deuda.

Llegados a este punto, es esencial darse cuenta de que la función crítica del dinero no es tanto la de convertirse en un medio de cambio generalmente aceptado (pues esta misma función pueden desarrollarla de un modo incluso más eficiente las distintas formas de crédito circulante), sino la de ser el medio de cambio que, por tratarse del bien más líquido de todos, se acepta en cualquier contexto y actúa como purgador último de la mala deuda acumulada en el sistema. O dicho de otra forma, el dinero es el último depósito de valor líquido de un sistema económico: es la única forma de escapar verdaderamente de un sistema financiero (de un sistema de deudas recíprocas) que despierta la absoluta desconfianza del inversor. Si se eliminara el dinero de la ecuación, un inversor que quisiera huir de una determinada economía sólo tendría dos opciones: o adquirir activos reales ilíquidos (como la vivienda) o proporcionar financiación a terceros por la vía de adquirir activos financieros (acciones, bonos, deuda bancaria, deuda estatal, etc.): es decir, el inversor no tendría forma de escapar del sistema y de mantenerse líquido.

Es importante retener todas estas ideas en la cabeza antes de proceder a estudiar la teoría crediticia del neochartalismo. Como a continuación comprobaremos, el neochartalismo, que entronca no sólo con Knapp sino con la tradición mercantilista y antibullionista, es una forma de condenar al ciudadano a proporcionar una financiación permanente al Estado en perjuicio de su propia liquidez.

El neochartalismo o la Teoría Monetaria Moderna

Como decíamos, ni Menger llegó a desarrollar una teoría del crédito circulante consistente con su teoría de la liquidez, ni Knapp hizo lo propio por cuanto incluyó todas al crédito circulante dentro como una de las formas en las que asume el dinero chartal. En este sentido, la teoría chartalista del crédito nos la proporciona un economista estadounidense, Alfred Mitchell-Innes, quien en dos artículos a comienzos del s. XX publicó dos artículos donde, sin haber leído a Knapp pero inspirándose en las teorías de Macleod, pretende pergeñar una teoría del dinero asentada exclusivamente sobre el crédito. Si para Knapp todo era dinero, para Mitchell-Innes todo es crédito.

Así, en su artículo *What is money?* (1913), Mitchell-Innes sostiene que "el dinero es crédito y nada más que crédito. El dinero de A es lo que le adeuda B, de manera que cuando B paga, el dinero de A desaparece". A diferencia de lo que creía Menger, una venta de una mercancía no consiste en que esa mercancía menos líquida se cambie por otra mercancía más líquida (cambio indirecto a través del dinero) sino por un crédito: "Una venta no es el intercambio

de una mercancía por otra mercancía indirecta llamada 'medio de cambio', sino el intercambio de una mercancía por un crédito".

Siendo el dinero, para Mitchell-Innes y muy en la estela de Macleod, el simple reconocimiento endosable de un intercambio incompleto (A ha entregado bienes a B pero todavía no ha recibido ningún bien por parte de B), es evidente que cualquier agente económico puede crear dinero, incluyendo a los comerciantes o a los bancos. Sin embargo, Mitchell-Innes pensaba que el Estado se hallaba en una posición idónea para proporcionar a gran escala el dinero de una comunidad: como el gobierno puede reclamar a sus ciudadanos transferencias unilaterales y forzosas de bienes y servicios (conocidas como impuestos), también tiene la opción de comprar bienes y servicios a cambio de certificados que eximan de esa transferencia unilateral de bienes y servicios. Mitchell-Innes ilustra su argumento con el célebre caso de las tarjas en la Inglaterra medieval: los reyes tallaban un palo de madera donde se registraba la deuda fiscal de una determinada región y lo dividían en dos partes; una la retenían los reyes como registro interno de que fueron ellos quienes tallaron ese palo, la otra la vendían con un cierto descuento en el mercado a cambio de bienes y servicio. De este modo, los comerciantes adquirían una especie de cupón para eximirse del pago futuro de impuestos por el importe en oro recogido en los palos de madera. Pero, claro está, esos palos de madera podían ser subsiguientemente endosados entre los ciudadanos como medio de cambio, por ser universalmente demandados precisamente para saldar sus deudas tributarias: "El gobierno, por ley, obliga a ciertas personas a convertirse en sus deudores (…) Este procedimiento se conoce como la creación de un impuesto y las personas que hayan sido forzadas a convertirse en deudores tienen que buscar a las personas que posean tarjas o cualquier otro instrumento que represente una deuda del gobierno con el propósito de adquirirlos vendiéndoles alguna mercancía o prestándoles algún servicio. Cuando estos instrumentos se devuelven al tesoro, los impuestos habrán sido pagados". O, por expresarlo de un modo quizá más sencillo, en palabras de Mitchell-Innes en su otro artículo *The Credit Theory of Money*(1914): "El gobierno, al ser el gran comprador de mercancías y de servicios de una tierra, emite como pago enormes cantidades de pequeñas piezas-signo conocidas como monedas o billetes, y que son reembolsables mediante el sistema impositivo".

Para el economista estadounidense, por consiguiente, el valor de los créditos no dependía de que pudieran convertirse en dinero, sino de que el deudor poseyera otros créditos que le permitieran amortizar su deuda por compensación (justamente, la organización de ese sistema general de compensación de créditos recíprocos sería la función fundamental de los bancos). Tal como sostiene en *What is money?*: "El valor de un crédito no depende de la existencia de oro, de plata o de ninguna otra propiedad detrás, sino sólo dela solvencia del deudor, y eso depende únicamente de si, cuando la deuda vence, éste posee suficientes créditos contra otras personas para cancelar sus deudas (…) Si las deudas totales vencidas de una persona exceden la suma de sus créditos vencidos". El oro, de hecho, no sería más que una versión moderna de las tarjas, esto es, evidencias de deuda gubernamental: "Lo que ha sucedido es que el gobierno ha colocado un sello sobre el oro que le convierte en una promesa de que será aceptado por el gobierno a modo de pago de impuestos o para saldar cualquier otro crédito que posea contra los ciudadanos (…) Gracias al sello, el oro ha cambiado su naturaleza desde una simple mercancía a una pieza-signo de endeudamiento". De ahí que, cuando un Estado eleve como medio general de intercambio a un papel moneda pagadero en oro, la conversión no sea una forma de extinguir la deuda representada por el papel moneda, sino de convertir una deuda en otra. De esta manera lo relata en *The Credit Theory of Money:* "La conversión en oro del papel moneda del gobierno no es el pago de una deuda, sino simplemente el intercambio de una obligación por otra de idéntica naturaleza".

Tanto Knapp como Mitchell-Innes, por consiguiente, coincidían en su rechazo de la teoría evolutiva del dinero desarrollada por Menger y abrazaban una teoría del diseño centralizado de los medios de cambio. Y los dos coincidían, asimismo, en el papel predominante pero no necesariamente exclusivo que juega el Estado en su creación cuando efectúa sus pagos en el instrumento que elige de manera soberana. Ahora bien, mientras Knapp concebía que el dinero era una especie de ticket propio de las comunidades de pagos, Mitchell-Innes pasó a considerarlo una deuda endosable. Y la diferencia entre ambas categorizaciones es esencial: pues quien usa como medio de intercambio la deuda contra un tercero le está proporcionando financiación, gratuita o muy asequible, a ese tercero. A partir de Mitchell-Innes, por tanto, el control de la emisión de los medios de intercambio comenzó a equipararse con el control de la financiación a tipos de interés nulos o privilegiados; una prerrogativa que lógicamente sólo podía corresponder al Estado.

Además, la concepción chartalista del dinero como crédito lleva casi por necesidad a abrazar el pensamiento subconsumista: si los medios de intercambio pueden expandirse ilimitadamente por basarse en el crédito, no habrá ningún motivo para que, ante una caída de la demanda de ciertas industrias por un aumento del atesoramiento de dinero, no se incremente la cantidad de medios de intercambio hasta que el gasto crezca de nuevo y los recursos ociosos desaparezcan. En cierto sentido, además, los dineros *naturalmente* limitados, como el oro, pueden pasar a concebirse como dineros artificialmente acaparables en contra de la actividad comercial: no existe ninguna razón válida para que un gobierno opte por no contrarrestar el atesoramiento de dinero con la creación de nuevos medios de intercambio para así *estimular* el comercio; si los gobiernos optan por mantener el patrón oro sólo puede ser para beneficiar a los tenedores del metal precioso en perjuicio del resto de la población. Como expuso uno de los dos economistas sobre los que a continuación hablaremos, Major C. H. Douglas, en su obra *Social Credit* (1924): "El negocio de manejar un dinero que es una mercancía resulta tanto más provechoso cuando existe algo que acentúa la escasez de dinero, de manera que todo ataque al sistema empresarial –que a la sazón realiza la constructiva tarea de dar apoyo a una fiscalidad creciente– puede recibir, y de hecho recibe, el apoyo del núcleo duro de las Altas Finanzas". De nuevo, no es complicado hallar una fuerte conexión entre el chartalismo subconsumista y el mercantilismo lawista o el antibullionismo radical de Thomas Attwood que proclamaba a los cuatro vientos que "la guinea se hizo para el hombre y no el hombre para la guinea".

Dos fueron los economistas que, insertos en la tradición chartalista, más hicieron por propugnar la manipulación de los medios de intercambio con tal de relanzar la demanda agregada: el alemán Silvio Gesell y el inglés Major Clifford Hugh Douglas.

Gesell, que se ubicaba dentro de la tradición alemana de Knapp, no había leído a Mitchell-Innes y, por tanto, no consideraba que el dinero fuera una deuda. Por tanto, su preocupación no pasaba tanto por incrementar la cantidad de dinero para estimular el comercio, cuanto por incrementar su velocidad de circulación por la vía de penalizar su atesoramiento. Como chartalista en la tradición de Knapp, creía que el dinero era un instrumento indispensable para mantener la división del trabajo, que cualquier bien podía actuar como dinero y que, en consecuencia, sólo su monopolización por parte del Estado podría garantizar la limitación de su cantidad y su supervivencia. Tal como expuso en *El orden económico natural* (1916): "Es esencial que la fabricación de ese medio de intercambio sea monopolizado por el Estado. Si cualquier persona pudiese fabricar dinero libremente y hacerlo a su manera, su multiplicidad lo haría inútil para cumplir con su cometido. Todos declararían a su propio producto como dinero y con ello regresaríamos al comercio vía trueque (…) O dinero del Estado o ningún dinero". Controlado y determinado el dinero por el Estado, lo lógico para Gesell era que el gobierno impusiera algún tipo de papel moneda por ser de un material más barato que el oro

o la plata. Además, Gesell despreciaba al oro por conceder un poder extraordinario a su tenedor: "El poseedor de oro puede diferir la demanda de mercancías; puede imponer su voluntad (…). Esta relación coloca al poseedor de mercancías en una situación de dependencia frente al poseedor de dinero, o para expresarlo en la forma clara y concisa de Proudhon: porque el oro no es la llave, sino el cerrojo del mercado". El alemán detestaba que el consumidor fuera soberano sobre el productor gracias a que contaba con el bien más líquido de todos: el dinero. Justamente porque el dinero era más líquido que las mercancías que intentan vender los comerciantes, el consumidor podía influir y determinar la composición de la producción: "La elección del metal monetario ha convertido a la demanda en una acción volitiva del poseedor del dinero, entregándola al capricho, al afán de lucro, a la especulación y al azar, sin considerar que la oferta, por su estructura orgánica, quede totalmente desamparada frente a esa voluntad. Así surgió el poder del dinero que, convertido en potencia plutocrática, ejerce una presión insoportable sobre todos los productores".

De ahí que Gesell promoviera impedir que el dinero actuara como depósito de valor: "La idea fundamental del dinero exige que, con tal de concluir el proceso de intercambio, la venta de una mercancía contra dinero vaya seguida de inmediato por la compra de mercancía a cambio de dinero. Quien tarda en compra deja inconcluso el proceso de canje; obstaculiza necesariamente la colocación a otro productor y abusa del dinero (…) El hombre que no preste incondicionalmente su dinero ha de ser obligado a comprar mercancías o a rescatar de nuevo sus propios productos. Nadie tiene derecho de imponer condiciones a la circulación monetaria, cualquiera que sea su naturaleza. Quien posee dinero tiene un derecho a comprar de inmediato, pero nada más". Es aquí donde encuentra su encaje la propuesta de lo que Gesell llama *libremoneda*, un dinero nuevo que *sólo* sea un medio de cambio y no un depósito de valor: "El dinero debe ser un medio de cambio, y nada más. Está destinado a facilitar el intercambio de mercancías, y allanar sus dificultades". El objetivo de la libremoneda es que el dinero se pudra como una mercancía más para que no pueda atesorarse y no pueda usarse como medio diferido de pago, esto es, que los consumidores no puedan negarse a adquirir las mercancías que les ofrecen los empresarios por mucho que les desagraden: "Debemos, pues, empeorar al dinero como mercancía, si hemos de mejorarlo como medio de cambio, y ya que los poseedores de mercancías tienen siempre apuro en el cambio, justo es que también los poseedores del medio de cambio sientan el mismo apremio. La oferta se encuentra bajo presión directa, intrínseca; lógico es que se coloque la demanda también bajo idéntica presión".

Siendo estos los objetivos del dinero ideal, Gesell proponía que la libremoneda tuviera que estampillarse una vez por semana, asumiendo su tenedor los correspondientes costes (coste que Gesell ubicaba en un 1‰ semanal sobre el valor nominal, esto es, en el 5,2% anual): "La libremoneda pierde semanalmente por cuenta del tenedor un milésimo de su valor nominal, que el portador tendrá que reponer, pegando al dorso estampillas de moneda subsidiaria (…) De este modo la circulación monetaria estaría siempre presionada". En suma, el propósito de la libremoneda impulsada por Gesell era socavar la soberanía del consumidor obligándole en todo momento a gastar su dinero aun cuando no encontrara en el mercado bienes de consumo o de inversión que lo satisficieran: el alemán no parecía concebir que una determinada estructura productiva pudiera contener numerosos errores de los que consumidores e inversores quisieran protegerse, siendo el atesoramiento de dinero la forma definitiva de, primero, protegerse y, segundo, forzar la corrección de los errores (tal como estudiaremos con más detalle en la lección 8).

El otro economista que más hizo por vincular el chartalismo con las teorías de la insuficiencia del gasto agregado fue el Major Douglas. Douglas pensaba que en los sistemas capitalistas existía una deficiencia estructural del gasto debido a la insuficiente creación de "medios de

pago" para adquirir toda la producción. El inglés acuñó la expresión del "teorema A+B", según el cual los gastos de cualquier empresa se dividían en dos grupos: aquellos pagos que se efectuaban a individuos vinculados a la empresa como trabajadores y accionistas (grupo A) y los pagos efectuados a otras compañías por las materias primas, los bienes intermedios o la financiación (grupo B). Douglas pensaba que sólo los pagos del grupo A se convertían en renta (y poder adquisitivo) en mano de los consumidores, si bien los precios de las mercancías debían incorporar todos los costes vinculados al proceso productivo (A+B). En consecuencia, pues, las economías capitalistas adolecerían de una insuficiencia estructural de gasto que las llevaría al colapso.

Dejando de lado los errores y confusiones que contenga el planteamiento de Douglas (y que estudiaremos con más detalle en la lección 7), lo que nos interesa en estos momentos es la explicación que ofrece a por qué, padeciendo tal insuficiencia crónica en el poder adquisitivo, las economías capitalistas han podido funcionar correctamente durante períodos tan prolongados de tiempo. Según Douglas, el diferencial endémico de gasto ha sido cubierto por las expansiones de crédito bancario. En *Social Credit* (1924) podemos leer que: "La deficiencia entre el poder adquisitivo y el precio al que se venden los bienes puede estrecharse (hasta casi desaparecer) mediante el proceso de creación de crédito bancario". Y es que, si bien la generación de dinero era una prerrogativa del Estado, los bancos ostentaban una posición económica que les permite crear discrecionalmente la mayor parte del dinero (en forma de crédito) con el que se realizaban los intercambios. En *The Control and Distribution of Production* (1922) leemos: "El dinero es el único mecanismo mediante el que efectuamos los intercambios: no posee ninguna propiedad salvo aquellas que decidamos darle. Decir que 'en el país no hay dinero suficiente para hacer esto o aquello' no significa nada (…) Los bancos y el Tesoro pueden crear dinero en cinco minutos, y de hecho lo están haciendo cada día".

El problema que Douglas observaba en confiarles a los bancos la provisión de medios de pago para cubrir ese diferencial de poder adquisitivo era que, por un lado, los bancos se convertían en los agentes que determinaban la especialización productiva de la economía y, por otro, en ocasiones la prudencia financiera les llevaba a dejar de extender nuevo crédito, lo que provocaba una crisis general por insuficiencia de poder adquisitivo. Con tal de solventar las carencias de la sociedad capitalista, Douglas proponía dos medidas: una, que el gobierno subvencionara, con crédito gratuito de nueva creación, una rebaja de los precios de los bienes de consumo que permitiera su absorción por el poder adquisitivo previamente distribuido a la sociedad; dos, el establecimiento de un "dividendo nacional" financiado con crédito de nueva creación dirigido a rellenar el vacío de poder adquisitivo. De nuevo, en *Social Credit:* "Si imaginamos un país organizado de tal manera que la totalidad de sus ciudadanos se convierten en propietarios de unas acciones que no pueden vender y que devengan un dividendo que colectivamente sea capaz de comprar la totalidad de la producción que exceda la requerida para el mantenimiento de la población productiva y cuyo valor de capital (o capacidad de generación de dividendo) dependa directamente del crédito real de la comunidad, habremos alcanzado un modelo primitivo que tenga en cuenta las relaciones descritas".

En definitiva, como ya sucediera con el mercantilismo lawista o con el antibullionismo radical de los Attwood, la idea de que el dinero (o los medios de pago) era una creación más o menos arbitraria del Estado pronto dio paso a los deseos de instrumentar políticamente el dinero en aras de beneficiar intereses particulares; en el caso de los subconsumistas, los intereses particulares de los productores incapaces de colocar sus mercancías en el mercado: el dinero degeneraba en un mero ticket (como decía Knapp) cuyo propósito se limita a mantener la producción de las mercancías actuales y proceder a su redistribución social, en lugar de ser

una herramienta fundamental para el cálculo empresarial y para forzar la corrección de los errores de producción. En este sentido, la liquidez, como estabilidad del valor ante cambios espaciales, temporales y cuantitativos, dejaba de ser la característica más importante del dinero –aquella que permite elevarlo a la categoría de patrón monetario–, para convertirse en un obstáculo a erradicar en aras de maximizar la producción de cualesquiera bienes. Tal como resume elocuentemente Major Douglas en *Social Credit:*

Probablemente la idea más importante que podamos transmitir en relación con el problema del dinero –una idea de la que ciertamente depende la validez de todo lo relacionado con esta materia– es que no su cometido no es el medir el valor, sino el de proporcionar información que dirija la producción y distribución de los bienes. El sistema monetario es, o debería ser, un sistema de comandos, no de recompensas. Es esencialmente un mecanismo administrativo, subordinado a la política, que resulta superior a todos los otros sistemas de administración, motivo por el que el control que ejerce el dinero sobre el mundo revista tanta importancia.
Una analogía bastante exacta para el dinero sería la de un billete de tren "limitado", pues un billete de tren es una forma de dinero. El hecho de que el billete tenga un valor monetario asociado es una característica subsidiaria e irrelevante frente a su función principal, que es la de distribuir el transporte. La demanda de billetes de ferrocarril proporciona a los directores de la compañía ferroviaria una señal perfecta (sujeta, de momento, a limitaciones financieras) de la cantidad de transporte que se necesita (…) Es tan poco sensato decir que, como sólo existen 100 billetes de tren para el trayecto Londres-Edimburgo no pueden viajar más de 100 viajeros, como lo es afirmar que, dado que las unidades monetarias son insuficientes (…), no pueden fabricarse bienes que sean deseados por mucho que existan los trabajadores y los materiales necesarios para hacerlo.
Como ya dijimos, ni Gesell ni Douglas parecieron concederle demasiada importancia a las malas inversiones y al rol esencial que desempeñaba el dinero para, por un lado, minimizarlas a través del correcto cálculo económico y, por otro, corregirlas en cuanto aparecieran mediante su atesoramiento. Gesell fomentaba que el Estado impusiera un dinero que se pudriera con el tiempo para volverlo inatesorable; Douglas que se repartiera arbitrariamente tantos medios de pago como fueran necesarios para reabsorber toda la producción.

Ciertamente, ni de los escritos de Knapp ni, con mayores reservas, de los de Mitchell-Innes se desprende apoyo alguno por esquemas inflacionistas dirigidos a estimular el gasto agregado y lograr el pleno empleo. Pero, como a continuación comprobaremos, a partir de ese momento fueron completamente ligados.

La recepción keynesiana del chartalismo

John Maynard Keynes, cuyas ideas estudiaremos con mucho más detalle en la lección 9, se sumó desde un comienzo a la concepción chartalista del dinero. En 1914, Keynes reseñó de manera bastante favorable tanto el libro de Friedrich Bendixen, uno de los discípulos de Knapp, cuanto el artículo de Mitchell-Innes*What is Money?*, afirmando sobre este último que "las principales conclusiones históricas que [Innes] pretende alcanzar tienen, en mi opinión,

una amplia base, y han sido frecuentemente ignoradas por aquellos escritores excesivamente influidos por los dogmas decimonónicos del 'dinero sano'. No sólo se ha querido afirmar que el dinero con valor intrínseco es 'sano', sino que se ha apelado a la historia de la divida para mostrar que el dinero con valor intrínseco constituye un ideal monetario del que sólo las personas más retorcidas pueden querer alejarse. El Sr. Innes ha dado varios pasos en la dirección de demostrar las falsedades de este relato histórico". Asimismo, en las primeras páginas de su *Tratado del dinero* (1930) fue mucho más explícito al sumarse a la corriente chartalista:

Una característica especial de los contratos en dinero es que el Estado o la comunidad no sólo son quienes los hacen cumplir, sino que también deciden qué es lo que tiene que entregarse, por ley o por costumbre, para considerar liberada la obligación contraída en términos de un dinero de cuenta. Por lo tanto, el Estado es el primero que, en virtud de la autoridad que le confiere la ley, obliga al pago de la cosa que se corresponde con que se ha descrito o estipulado en el contrato, y lo hace además doblemente, cuando se atribuye el derecho a redactar de nuevo el diccionario. Todos los Estados modernos se atribuyen este derecho y así ha ocurrido desde hace al menos cuatro mil años. Esto es lo que Knapp ha llamado chartalismo, una fase que se alcanza en la evolución del dinero y en la que se cumple plenamente la doctrina de que el dinero es una creación de la ley (…) Hoy en día todo el dinero civilizado es, sin discusión posible, chartalista.

Keynes termina de unir indefectiblemente al chartalismo con las doctrinas inflacionistas sobre la insuficiencia del gasto. En *La Teoría General* (1936), tras elevar a Gesell a la categoría de "profeta injustamente olvidado" y preconizar que "la ortodoxia carece de respuestas válidas para gran parte de las críticas" del Major Douglas, liga claramente el problema de la insuficiencia de demanda y del desempleo a las características del dinero. De nuevo, además, nos encontramos el frontal rechazo a que el dinero tenga un valor lo bastante estable (a que sea líquido) como para actuar de herramienta del cálculo económico (patrón monetario) y de reserva de liquidez (depósito de valor):

El desempleo se desarrolla porque, digámoslo así, los hombres quieren alcanzar la luna con sus manos: los hombres no pueden encontrar empleo en su totalidad cuando su objeto de sus deseos (el dinero) no puede ser objeto de producción como todos los demás bienes y cuando su demanda no se puede cortar por lo sano. No hay más remedio que persuadir al público de que el queso verde es prácticamente lo mismo que la luna y que debemos tener una fábrica de queso verde (es decir, un banco central) bajo control del público.

Es de vital importancia darse cuenta de que la característica que tradicionalmente ha convertido al oro en un bien especialmente adecuado para ser usado como patrón de valor –la inelasticidad de su oferta– constituye precisamente el germen de todos los problemas que genera.

Como ya estudiaremos con más detalle en la lección 9, el rechazo al dinero y a las finanzas sanas será una constante en el pensamiento de Keynes, coronando toda una tradición inflacionista que arranca con el mercantilismo y llega hasta el chartalismo. Y, a su vez, la tradición keynesiana que arranca con Keynes termina adhiriéndose a todos esos clichés. Ese

fue el caso, por ejemplo, de dos de sus más destacados discípulos: Abba Lerner y Hyman Minsky.

Abba Lerner publicó en 1947 su artículo *Money as a Creature of the State* donde reivindicaba el rol esencial del Estado moderno a la hora de determinar el dinero:

El Estado moderno puede convertir en dinero cualquier cosa (…) Si el Estado está dispuesto a aceptar su propuesta de dinero como medio de pago por sus impuestos y otras obligaciones, la operación estará consumida. Cualquier persona que tenga deudas con el Estado se mostrará dispuesta a aceptar esas piezas de papel con las que puede saldar sus obligaciones, y todas las otras personas estarán a su vez dispuestas a aceptarlas porque saben que los contribuyentes las aceptarán. Asimismo, resulta muy complicado de concebir cómo un determinado tipo de dinero podría retener su aceptación generalizada (…) En el presente, el dinero es una criatura del Estado en cualquier economía que funcione correctamente. Su aceptación general –que es su atributo más importante– procede de ser aceptado por el Estado.

Pero, además, Lerner vinculaba ya definitivamente a la tradición chartalista con la idea keynesiana (en realidad, mercantilista, antibullionista, geselliana y douglasiana) de que, como el Estado es el "responsable de la creación de dinero", tiene como cometido esencial el de "prevenir tanto las inflaciones severas como las depresiones" a través de la gestión discrecional de su oferta:

Las depresiones suceden sólo cuando la cantidad de dinero gastada es insuficiente. Las inflaciones tienen lugar sólo cuando la cantidad de dinero gastada es excesiva. El gobierno –que es lo que en la práctica entendemos por Estado–, gracias a su poder para crear o destruir el dinero por imposición y a su poder para arrebatarle el dinero a la gente a través de la tributación, se halla en una posición ideal para mantener el nivel de gasto de la economía al nivel necesario para lograr ambos objetivos: prevenir las depresiones y mantener el valor del dinero.

Por su lado, el economista postkeynesiano Hyman Minsky sostuvo en *Stabilizing an Unstable Economy* (1986) que los depósitos bancarios son generalmente aceptados como medio de pago debido a que "una multitud de personas son deudores de los bancos y necesitan de los depósitos a la vista hacer frente a esas deudas. Estos deudores trabajarán y venderán bienes o activos para acceder a esos depósitos. El valor de cambio de los depósitos se determina por las demandas que efectúan los deudores para cumplir con sus obligaciones". A su vez, como los bancos se han convertido en los principales prestamistas del gobierno y la gente se ve obligada a pagar impuestos, los depósitos a la vista serán generalmente demandados para amortizar, por compensación, la obligación tributaria: "En una economía donde la deuda pública es el mayor activo en el balance de los bancos de depósito, el hecho de que los impuestos deban pagarse proporciona valor al dinero de la economía". Y, asimismo, Minsky siguió la estela keynesiana de considerar que constituía un deber del gobierno manipular la oferta de dinero para sufragar incrementos del gasto público con el propósito de lograr que la economía oscilara entre los dos extremos que constituían el auge inflacionista y la depresión deflacionista: "El mismo proceso por el cual el Gran Gobierno evita que la economía caiga en una profunda depresión da lugar a la inflación (…) Una cara de la inestabilidad –la

inflación– deriva de los pasos tomados para evitar la inestabilidad en forma de depresión profunda”.

Precisamente, ese doble propósito –justificar el origen estatal del dinero y delegarle el papel de estabilizador macroeconómico por la vía de manipular la oferta monetaria– constituirá el rasgo más distintivo del llamado neochartalismo o “teoría monetaria moderna”.

Los neochartalistas

El neochartalismo o teoría monetaria moderna (MMT, por sus siglas en inglés) coge de Knapp la idea de que el dinero es una criatura de la ley; de Mitchell-Innes la creencia de que todo dinero es, en última instancia, una manifestación crediticia; de Gesell, Major Douglas y Keynes el pensamiento inflacionista de que la manipulación de la oferta de dinero constituye el elemento clave para explicar el desempleo; y de Abba Lerner la objetivo dual de manipula la oferta de dinero con tal de estabilizar tanto el nivel de ocupación como la tasa de inflación.

En este sentido, cabe decir que la empresa intelectual del neochartalismo tiene dos patas: uno, demostrar que el dinero es una criatura del Estado y que, por tanto, debe ser éste el encargado de regular adecuadamente su cantidad; dos, que en la regulación de esa cantidad deberá atender a conseguir la estabilización macroeconómica.

Los neochartalistas rechazan de plano la doctrina monetaria presuntamente mengeriana según la cual las distintas sociedades humanas, confrontadas con los problemas y los costes de transacción del trueque, terminaron empleando de manera espontánea un determinado bien con valor intrínseco –normalmente un metal precioso– como dinero; que a su vez la aparición del dinero como medio de cambio dio paso a la invención del crédito, entendiendo éste como promesas de pago en dinero; que el crédito de los bancos se terminó generalizando como sustituto y economizador del dinero; y que los Estados se subrogaron en este esquema monetario a la hora de cobrar los impuestos y de monopolizar la emisión de dinero y de sustitutos del dinero. Sus críticas contra esta explicación, que ellos denominan “metalista”, proceden desde dos ámbitos: tanto el teórico como en el histórico-antropológico.

En el plano teórico, los neochartalistas le reprochan al metalismo incurrir en dos peticiones de principios que, según ellos, no han sabido resolver adecuadamente. El problema de la identificación y el problema de la elección espontánea. El primero, según expone Pavlina Tcherneva en su artículo *The Nature, Origins, and Role of Money* (2005), se refiere al razonamiento circular que reza que “el dinero es universal porque los agentes racionales lo utilizan y los agentes racionales lo utilizan porque es universal (…) [es decir,] los beneficios de usar un tipo determinado de mercancía como medio de cambio sólo pueden reconocerse después de que la mercancía ya esté siendo utilizada”. Además, según Randall Wray y Éric Tymoigne en *Money: An Alternative Story* (2005), la aparición descentralizada del dinero presupone un alto grado de especialización y de división del trabajo que, sin embargo, es imposible que se desarrolle en una economía basada en el trueque, según la doctrina metalista. Por otro lado, el segundo razonamiento circular se refiere a la idea de que, en palabras de Tcherneva, “el dinero es un depósito de valor abstracto porque es un medio de pago y es un medio de pago porque es un depósito de valor abstracto. No hay ninguna propiedad definitiva que le conceda al dinero un estatus especial y en ausencia de una condición inequívoca que explique el uso como dinero del oro, de los palos de madera o de la sal, la *elección espontánea* se convierte en un elemento esencial que debe asumirse *a priori*”.

Pero, sobre todo, la explicación metalista sobre el origen y la naturaleza del dinero es disputada por los neochartalistas en el ámbito antropológico e histórico. Así las cosas, la

evidencia disponible indica que la evolución trueque-dinero-crédito prácticamente no se dio jamás. Tal como explica David Graeber en su libro *Debt: The first 5.000 years* (2011): "El problema [de esta teoría] es que no existe ninguna prueba de jamás ocurriera, es más, existe bastante evidencia que sugiere que no lo hizo (…) La autora que más ha estudiado desde un punto de vista antropológico el trueque, Caroline Humphrey, de la Universidad de Cambridge, no podría ser más taxativa en sus conclusiones: 'Nunca se ha hallado ningún ejemplo de una economía basada en el trueque, puro y simple, y mucho menos de una economía donde el dinero haya emergido a partir del trueque; toda la evidencia etnográfica sugiere que jamás ha existido tal cosa".

Frente a la teoría metalista, los neochartalistas pretenden rescatar la explicación avanzada por Knapp, si bien combinándola con las sugerencias de Mitchell-Innes. Así, en su opinión las sociedades primitivas redistribuían bienes y servicios no mediante el trueque, sino mediante la ayuda mutua en forma de intercambio de favores: una persona tomaba los bienes de otra persona y se comprometía a reintegrarle otros bienes, de calidad similar, en el futuro. En el fondo, pues, lo que sucede es que los sistemas de intercambios a crédito emergieron antes que el dinero como medio de cambio. Según Graeber: "Lo que estos textos revelan es que los sistemas de crédito de este estilo precedieron la acuñación de moneda en unos miles de años". También Wray y Tymoigne sostienen que: "La evidencia histórica sugiere que la mayoría del comercio fue desde un comienzo llevada a cabo mediante la compensación de créditos y deudas, y no con monedas".

Ahora bien, todos estos sistemas primitivos tenían un inconveniente importante para extenderlos a gran escala: de alguna manera se hacía necesario "objetivar" el valor subjetivo de las mercancías transadas; es decir, aunque el dinero como medio de cambio fuera innecesario, sí habría sido importante contar con una unidad de cuenta. Esta limitación se solventó, no obstante, con la aparición de los grandes imperios antiguos y la creación de administraciones legales y religiosas que imponían obligaciones (tributos) a sus súbditos: aun cuando estos tributos se pagaran en especie, la administración debía mantener algún tipo de contabilidad con el valor de lo abonado o de lo adeudado, para lo cual se hacía necesario registrarlo en alguna unidad de cuenta común que en Mesopotamia terminó siendo el shekel de plata. Por tanto, el dinero se desarrolló originalmente como una unidad de cuenta administrativa y no comercial que, debido a su utilidad, terminó extendiéndose también al sistema privado de intercambios a crédito.

Pero incluso el dinero como medio de cambio (entendiendo como tal la acuñación y el uso de monedas) tuvo, según los neochartalistas, un origen vinculado al Estado: como las administraciones sintieron eventualmente la necesidad de efectuar pagos estandarizados para sus funcionarios, especialmente para los soldados, comenzaron a abonarles sus salarios en piezas de metal que a su vez servían para pagar los impuestos, y, gracias a ello, esas monedas terminaron empleándose en la actividad comercial del sector privado. Dicho de otra manera, también las piezas metálicas que se empleaban como medio de cambio comenzaron siendo un pasivo gubernamental cuyo valor dependía en última instancia de su capacidad para saldar la deuda tributaria que la población mantiene con el gobierno. Para los neochartalistas, por consiguiente, todo el dinero, incluido el oro, es una forma deuda (idea heredada de Mitchell-Innes). Como dice Graeber: "Una moneda de oro es una promesa de pago de algo equivalente en valor al oro. Después de todo, una moneda de oro no es útil en sí misma. Uno solo la acepta si asume que otros también lo harán". En un sentido parece, Wray y Tymoigne sostienen que "todos los instrumentos monetarios han sido siempre deudas. Incluso las monedas de oro eran en realidad deudas de la corona".

Quizá el modelo teórico neochartalista que mejor explica el proceso de surgimiento del dinero sea el del "gobernador hipotético", planteado por Wray en *Understanding Modern Money* (1998). Wray asume que una mujer es nombrada gobernadora de una colonia que carece de mercados, precios y dineros. Si en ese contexto la gobernadora quiere que los indígenas le presten ciertos servicios, tiene la opción de imponerles un tributo que sólo será pagadero en la moneda que ella ofrezca a cambio de los distintos trabajos (tal moneda podría adoptar cualquier soporte material, pues lo único relevante es que los indígenas se verían forzados a demandarla a cambio de su tiempo de trabajo). En caso de hacerlo, con el tiempo los propios indígenas podrían emplear esa moneda en sus intercambios internos y privados, dado que al tratarse de un bien que todos necesitan poseer en sus justas cantidades, su aceptación por parte del conjunto de la sociedad queda garantiza.

El ejemplo de Wray ilustra primero que un Estado puede crear dinero; segundo, que su misión es la de proporcionar a los ciudadanos el dinero que ha creado; tercero, que el Estado cumple con esa misión gastando contra la creación de nuevo dinero; cuarto, que la auténtica función de los impuestos no es financiar el gasto público (pues esto puede hacerse imprimiendo nuevo dinero), sino generar una demanda cautiva por el dinero gubernamental; quinto, que por necesidad lógica el gasto tuvo que anteceder a los impuestos para que la población pudiese disponer del dinero que necesitaba para pagarlos.

Habría, de hecho, un sexto corolario: si la gobernadora crea la cantidad de dinero adecuada, será imposible que haya desempleo en esa economía (siempre puede encargarles trabajos adicionales a los desempleados a cambio de dinero de nueva impresión) y si, en cambio, crea demasiado dinero, necesariamente se desatará inflación. De ahí que, en su calidad de gestor de la moneda, al Estado le corresponda garantizar la estabilidad macroeconómica, tal como pedía Abba Lerner. Además, siguiendo a Gesell y Keynes, los neochartalistas creen que si el sector privado atesora parte del dinero que el Estado ha generado, será necesario que el Estado gaste más contra la impresión de nuevo dinero, pues en caso contrario se desatará el paro. En palabras de Wray: "Todas las economías que operan con dinero chartal sufren de desempleo periódico si no crónico (…) El desempleo es una evidencia empírica de que el déficit público es demasiado bajo como para provisionar el nivel de ahorro neto [atesoramiento] deseado. Si el gobierno aumentara el déficit e incrementara la oferta de dinero fiat, el ahorro neto de los hogares aumentaría. Al mismo tiempo, el déficit adicional incrementaría las rentas y generaría un gasto adicional, y por tanto empleo. En cierto sentido, el desempleo es el resultado de que el gobierno mantiene la oferta de dinero fiat demasiado baja (…) Dado que el gobierno es el único proveedor de dinero fiat, y dado que el dinero fiat es un recurso potencialmente ilimitado, no tiene sentido restringir su oferta a un nivel donde se genere desempleo, a menos que el desempleo cumpla un propósito útil".

Por tanto, el Estado no sólo tiene que crear sino también que regular adecuadamente la oferta de dinero. Una vez logrado esto, será bastante frecuente que el sector privado cree a su vez su propio dinero, aunque por lo general adoptará la forma de promesas de pago denominadas y convertibles en dinero estatal (es decir, el patrón monetario o unidad de cuenta seguirá siendo el dinero estatal). Esto permitirá, por ejemplo, que las promesas resulten mucho más aceptables y que se compensen todas mutuamente, liquidando las diferencias en dinero estatal. Se construye así una pirámide crediticia en cuyo vértice se coloca aquel dinero que el Estado ha convertido en dinero valuta (por usar la terminología de Knapp) y que en los tramos escalones inferior se ubica apalancadamente la deuda de bancos, empresas y familias. Tal como expone Wray en *Modern Monetary Theory* (2012):

Podemos pensar en una pirámide de pasivos con distintos escalones según su distancia del banco central. En la base de la pirámide se hallan las

promesas de pago de las familias (…). El siguiente escalón sería la deuda de las empresas productivas (…). En el siguiente escalón se encontrarían los pasivos de instituciones financieras no bancarias, que a su vez compensan sus deudas usando los pasivos de una banca que se encuentra más arriba en la pirámide (…) Finalmente, en lo más alto de la pirámide encontramos al gobierno, pues no hay pasivos más elevados que sus promesas de pago. La forma de la pirámide es ilustrativa por dos motivos. El primero es que existe una ordenación jerárquica donde los pasivos emitidos por quienes se hallan arriba de la pirámide son generalmente más aceptables. En cierto sentido, esto se debe a la mayor solvencia de sus emisores (…) Segundo, los pasivos de cada nivel se suelen formar apalancándose sobre los pasivos de niveles superiores. En este sentido, toda la pirámide supone un apalancamiento sobre (un número relativamente menor de) pasivos gubernamentales.

Precisamente por lo anterior, el gobierno puede, en circunstancias normales, lograr que los tipos de interés a los que se financia la banca (el tipo de interés de los pasivos bancarios, creados de manera apalancada sobre los pasivos gubernamentales) sean del 0%: si el Estado financia sus déficits creando nuevo dinero, las reservas de dinero gubernamental en manos de los bancos privados aumentarán hasta que el tipo de interés del interbancario se desplome. Como explican Warren Mosler y Mathew Forstater en *The Natural Rate of Interest is Zero* (2004)*:* “El gasto financiado con un mayor déficit incrementará las reservas que el sistema bancario posee en el banco central, lo que hundirá al 0% los tipos de interés a corto plazo del interbancario (…) En otras palabras, el tipo natural de interés es cero”.

Claramente, pues, la narrativa neochartalista se contrapone en muchos sentidos a la teoría de la liquidez mengeriana. De momento, vamos a relegar para las lecciones siguientes la crítica a la visión neochartalista de la manipulación monetaria para lograr la estabilización macroeconómica (esto es, del empleo, la inflación y los tipos de interés). De momento, nos centraremos a estudiar si la explicación alternativa que el neochartalismo proporciona sobre el origen del dinero como una criatura del crédito estatal es más consistente que la teoría de la liquidez mengeriana: recordemos sus críticas pasan por señalar, por un lado, sus presuntos fallos teóricos –el problema de la identificación y de la elección espontánea– y, por otro, su insuficiente soporte histórico y antropológico.

De entrada, convendría volver a apuntar que, según la interpretación que efectuamos más arriba, la teoría mengeriana es una explicación de la emergencia descentralizada del dinero y la teoría chartalista una teoría de su creación centralizada. Ambas doctrinas no tienen por qué ser completamente irreconciliables, pues cabe la posibilidad de que el dinero pueda surgir por ambas vías. No en vano, ya vimos que Menger admitía la posibilidad de que la liquidez del bien que terminara monetizándose procediera de la demanda cautiva del contribuyente y que Knapp veía posible que comunidades de pagos privadas (como una sociedad) crearan su propio dinero. La cuestión, pues, pasa por reflexionar si tiene sentido, y existe evidencia al respecto, que ambas formas monetarias convivan y se complementen.

Para contestar a esta pregunta clave conviene repetir que, para los neochartalistas, todo dinero, incluido el gubernamental, es una forma de crédito. Semejante afirmación es acertada por lo que se refiere al dinero de origen estatal (el papel moneda del gobierno es un crédito contra el Estado que libera a su tenedor del pago de impuestos) pero no por lo que se refiere a otros tipos de dinero como el oro. Los neochartalistas afirman que el oro es siempre una promesa de pago de bienes con un valor equivalente al oro (siguiendo la tradición iniciada por Macleod y seguida por Mitchell-Innes): como dice Graeber, el oro circula como dinero porque se *espera* que otros lo terminen aceptando. Pero aquí los neochartalistas confunden una obligación de aceptar el dinero con una expectativa de que sea aceptado: el oro no puede ser una promesa de pago porque nadie está forzado a pagar nada contra su entrega; como decía Henry Thornton, el oro no es el pasivo de nadie más. Lo que sucede es que, por los motivos que exponía Menger, existe una expectativa harto razonable entre todos los miembros de la comunidad de que el resto de personas vayan a aceptar al oro como medio de intercambio sin exigir sacrificios en su precio: unas expectativas convergentes en torno al oro que derivan de que el metal precioso sea ampliamente demandado para propósitos no monetarios y de que cumple de un modo cuasi óptimo las propiedades ideales del dinero (como supo apuntar Jevons).

En este sentido, el dinero por supuesto que puede emerger de manera descentralizada como resultado evolutivo de un proceso de prueba y error social. La crítica neochartalista contra la posibilidad de que el dinero emerja descentralizadamente tiene muy poco fundamento. El problema de la identificación –el dinero es universal porque todos lo utilizan y todos lo utilizan porque es universal– asume que la condición de dinero es binaria: o se es dinero o no se es dinero, cuando un bien puede ir siendo cada vez más aceptado como medio de intercambio conforme su demanda monetaria vaya aumentando. Justamente, este es el proceso descrito por Menger en su artículo *El origen del dinero* y el proceso que el "problema de la identificación" parece desconocer totalmente. Por otro lado, el problema de la elección espontánea –el dinero es depósito de valor porque es medio de cambio y es medio de cambio porque es depósito de valor– tampoco tiene base: un bien se va monetizando conforme más agentes lo incorporan a su activo como saldo de tesorería por cuanto su expectativa es que podrán desprenderse de él en cualquier momento minimizando los sacrificios de valor que deban asumir; de lo que se trata, por tanto, es de que los agentes puedan utilizarlo como medio de intercambio en distintos momentos del tiempo.

Así pues, en general podremos distinguir entre en medios de intercambio basados en bienes líquidos y en formas de intercambio basadas en el crédito (entre las que incluiremos los créditos contra el Estado). Semejante división no tiene nada de demasiado novedosa: anteriormente ya hemos expuesto que Menger se centra en describir el origen teórico del dinero pero que olvida profundizar en una teoría del crédito circulante y, todavía con mayor anterioridad, ya vimos en las lecciones tercera y cuarta que Richard Cantillon, Adam Smith, Jean Baptiste Say, los bullionistas moderados y la Escuela Bancaria tenían, grosso modo, muy clara esta distinción. De hecho, como base para nuestro análisis ulterior conviene traer a colación la excelente reflexión de Herber Spencer en *State-tampering with money and Banks* (1854) sobre las posibilidades y condiciones de convivencia entre el dinero y los medios de intercambio basados en el crédito:

Entre granujas sin escrúpulos, la confianza recíproca es imposible. Entre personas con una integridad absoluta, la confianza recíproca sería ilimitada. Esto es meras perogrulladas. En una nación repleta de mentirosos y ladrones, todo el comercio entre sus miembros debe desarrollarse mediante el trueque o mediante una divisa de valor

intrínseco: nada que constituya una promesa de pago puede emplearse para pagar; y es que, por hipótesis, esas promesas nunca se cumplirán y por tanto no serán aceptadas. Por otro lado, en una nación de hombres perfectamente honestos –hombres tan preocupados por lo derecho de los demás que por los suyos propios–, todo el comercio se desarrollaría mediante el registro de deudas y de créditos, las cuales serían eventualmente canceladas entre sí dentro del sistema bancario; dado que, por hipótesis, ningún hombre emitirá más deuda que la que sus bienes y derechos de cobro le permiten liquidar, sus pasivos se intercambiarán por su valor nominal. En tal caso, las monedas no se necesitarán más que como medida de valor y para facilitar transacciones tan pequeñas en las que sí sean de utilidad. Todo esto son verdades autoevidentes.

De las anteriores proposiciones se colige que en una nación donde sus miembros ni son completamente honestos ni completamente deshonestos se establecerá un sistema monetario mixto: la moneda tendrá en parte valor intrínseco y, en parte, poseerá un valor dependiente del crédito. La relación entre esto dos tipos de divisas dependerá de multitud de circunstancias.

Lo que Spencer está manifestando con absoluta lucidez es que, según el grado de confianza de los miembros de una comunidad comercial, los intercambios se efectuarán o en bienes cuyo valor y aceptación no dependan de la solvencia de un tercero deudor o, por contrario, en medios de cambio que sí constituyan un crédito contra un deudor. El uso de dinero líquido (o con "valor intrínseco", en la jerga de Spencer) tiene la ventaja de que minimiza el riesgo de los intercambios comerciales por cuanto su uso como medio de pago finiquita la transacción (el pago es *al contado*), si bien es un medio de pago especialmente costoso de utilizar; el uso de instrumentos de cambio basados en el crédito tienen la ventaja de que minimiza el coste de las transacciones pero conlleva el riesgo de que una de las partes mantenga su derecho de cobro abierto contra un tercero (el pago es *diferido* o *a crédito*). David Graeber admite este extremo: "un sistema de dinero crédito puro tendría serios inconvenientes. El dinero crédito se basa en la confianza y en mercados competitivos la confianza se convierte en un mercancía escasa". Pero esto es algo sobre lo que el propio Adam Smith ya advirtió:

El oro y la plata que circulan por un país pueden compararse, en rigor, con una autopista que, si bien contribuye a transportar a la ciudad todos los cereales y el trigo del campo, no contribuye en sí misma a producirlos. El juicioso funcionamiento de la banca proporciona, si se me excusa el uso de esta metáfora tan forzada, una especie de puente a través del cielo que nos permite transformar gran parte de las autopistas en pastos y labranzas, incrementando con ello la producción anual de la tierra y el trabajo. Ahora bien, hay que reconocer que el comercio y la industria del país, aunque puedan de algún modo incrementarse, no pueden ser tan seguros cuando están suspendidos en el cielo con las alas de Dédalo del papel moneda que cuando viajan a través del firme terreno del oro y la plata; incluso más allá de los accidentes a los que se exponen por la impericia de los conductores del papel moneda, el comercio se expone a otros riesgos contra los que ni la prudencia ni la habilidad de esos conductores pueden protegernos.

En otras palabras, la teoría mengeriana puede entenderse como la descripción del proceso lógico por el que los agentes escogen de un modo descentralizado y no deliberado un dinero que no sea el pasivo de un tercero. Pero la descripción de ese proceso ni excluye que la creación de medios de intercambio basados en el crédito ni implica que históricamente los intercambios con dinero fueran anteriores a los intercambios a crédito.

De hecho, cabe pensar que en grupos humanos pequeños, donde todos se conocen y donde todos se vigilan entre sí, los intercambios, por razones de optimalidad, debían ser a crédito. Es decir, en los grupos humanos cerrados y diminutos (como podría ser una familia o una tribu), lo lógico es que el dinero como medio de intercambio no llegue a aparecer. Sí lo hará, en cambio, el dinero como unidad de cuenta, esto es, como referencia para compensar y liquidar las distintas posiciones acreedoras y deudoras. Pero esa unidad de cuenta sí puede ser un bien arbitrariamente seleccionado por la autoridad del grupo humano (grupos religiosos o políticos), aun cuando lo normal es que se trate de bienes que tengan una significación especial dentro del grupo; por ejemeplo, bienes que puedan utilizarse como medio de intercambio *entre grupos humanos (cambios internacionales) donde no imperan relaciones de confianza mutua*. No hay ninguna necesidad de que sea la administración la que cree e introduzca el dinero en sociedad mediante el gasto (como en el modelo de la "gobernadora hipotética), pues el Estado bien podría designar como dinero un bien que ya existe y que ya se encuentra en propiedad del resto de agentes económicos, como Knapp y los neochartalistas saben perfectamente. Po ejemplo, Tcherneva recalca que "la emisión de divisa no es un poder esencial del Estado; tiene un carácter contingente. El Estado puede perfectamente declarar que aceptará como pago de los impuestos la sal, las conchas o los palos de madera". Y el propio Graeber ha de admitir que históricamente "dentro de una comunidad –un pueblo, una ciudad, un gremio o una sociedad religiosa–casi cualquier cosa podía funcionar como dinero, siempre que todos supieran que alguien estaría dispuesto a aceptarlo para cancelar una deuda (…) Para las grandes transacciones, por supuesto, la moneda que se aceptara fuera de la comunidad (generalmente oro o plata) era la empleada de ordinario".

En tal caso, podemos aplicar el análisis mengeriano sobre el origen del dinero a la interacción no entre individuos sino entre grupos humanos: el medio de intercambio líquido generalmente empleado entre grupos humanos sin relaciones de confianza vendría a ser el dinero y ese dinero bien podría haber emergido como una forma de superar los inconvenientes planteados por el trueque. Por ejemplo, David Graeber reconoce que el trueque sí desempeñaba este papel en las sociedades primitivas: "Nada de lo anterior significa que el trueque jamás ha existido (ni siquiera que nunca haya sido practicado por esa gente que Smith calificara de "salvajes"). Sólo significa que no sea empleado casi nunca entre paisanos. Generalmente, ha ocurrido entre extraños, incluso enemigos".

Dicho de otra manera, como ya exponía Spencer, allí donde predomine la desconfianza (entre grupos), el dinero tenderá a usarse como medio de intercambio; allí donde haya establecidas relaciones de confianza (dentro del grupo), los intercambios a crédito serán preferidos. De nuevo, Graeber se ve forzado a admitir este extremo: "Lo que todos los casos de comercio por trueque tienen en común es que son encuentros entre extraños que probablemente no se vuelvan a encontrar más y con quienes ciertamente no mantendrán relaciones duraderas. Ese es el motivo por el que el intercambio directo uno a uno es el adecuado: cada sujeto cumple con su parte y se marcha". Por ejemplo, en períodos de guerras, extrema violencia, fraude generalizado o simplemente en el comercio internacional, la preferencia ha sido a utilizar el dinero. Nuevamente, Graeber reconoce que: "Si echamos una ojeada a la historia eurasiática de los últimos 5.000 años, presenciaremos amplia alternancia entre períodos dominados por el dinero crédito y periodos dominados por el oro y la plata (…) ¿Por qué? El factor más importante parece ser la guerra. Los metales predominan, sobre todo, en períodos de violencia

generalizada”. Tan es así que, finalmente, el propio Graeber, después de descartar la explicación mengeriana sobre el origen del dinero, tiene que reconocer que en ciertos contextos como los que apuntamos podría ser válida: “El típico escenario de los economistas basado en el trueque podría ser absurdo cuando se trata de transacciones entre vecinos en la misma comunidad rural, pero cuando se trata de transacciones entre el residente de una comunidad y un mercenario que está de paso, comienza a tener mucho sentido. Durante la mayor parte de la historia, un lingote de oro o plata, acuñado o no, ha jugado el mismo papel que el maletín lleno de billetes sin marcar: un objeto sin historia, valiosa porque todos saben que se aceptará en cualquier lugar a cambio de otros bienes y sin preguntar”.

Y, obviamente, en caso de basar todo un sistema monetario en el crédito estatal, tal como proponen los neochartalistas, los incentivos del Estado a abusar de su crédito hasta defraudar sus obligaciones son enormes, en cuyo caso una economía sólo podrá salvaguardarse recurriendo a intercambios al contado (en dinero). Tampoco esto es algo que los neochartalistas desconozcan. Wray y Tymoigne explican que “cuanto mayor sea la probabilidad de impago por parte del soberano (incluyendo la deuda expresada en forma de monedas y tarjas), tanto más atractivos se volvían los metales preciosos como manera de registrar las deudas. En otras palabras, a los soberanos no confiables se les demandaban monedas con alto contenido metálico”; fenómeno que a su juicio sucedió en diversas ocasiones durante el largo periodo de transición del feudalismo al capitalismo, hasta el punto de que las monedas metal terminaron circulando *por su valor intrínseco y no por el crédito del emisor*:

[Durante la transición del feudalismo al capitalismo] se registraron diversos períodos de anarquía monetaria debido a la falta de control del sistema monetario por parte de los reyes y de su administración. Por razones complejas, el valor de las monedas se fue acercando más y más al delos metales preciosos que contenían. Lo que empezó siendo una moneda-signo, que indicaba una deuda del emisor, se transformó en una forma misteriosa con valor intrínseco. Parte del apego a la moneda de metal precioso se debía al hecho de que éstas poseerían valor fuera del dominio del soberano. Además, el emisor no sería capaz de envilecer el valor de la moneda por debajo del valor que contenían las monedas.

Por consiguiente, que sea posible establecer un sistema monetario basado en el crédito soberano no significa ni que convenga hacerlo ni que sea imposible que se desarrolle un sistema monetario que no esté basado en él. Como ya sabemos, el debate entre bullionistas y antibullionistas fue, en última instancia, un debate sobre si un sistema monetario adecuadamente regulado podía funcionar sin un mecanismo que permitiera forzar la liquidación de las malas deudas que fueran surgiendo y acumulándose dentro de la economía: y la sólida conclusión que se alcanzó fue que no, que ese liquidador último de deuda resultaba imprescindible y que, además, no se podía confiar ese rol a un pasivo creado discrecionalmente por el Estado (pues éste no sólo tendría los incentivos para refinanciar a malos deudores, sino que carecería de la información necesaria para distinguir entre buenos y malos deudores).

Y, además, que sea posible construir un sistema monetario basado en el crédito estatal tampoco significa que, en última instancia, la recepción y aceptación de ese sistema no dependa del propio mercado. En el párrafo anterior, Wray y Tymoigne exponían cómo el abuso de la moneda por parte de los soberanos terminaba por condenar a sus divisas al repudio

por parte de la población. Asimismo, los numerosos episodios hiperinflacionistas a lo largo de la historia atestiguan que los agentes pueden terminar *desmonetizando* el crédito estatal.

En este sentido, la explicación neochartalista de por qué los agentes utilizan créditos estatales como medio de intercambio se antoja algo pueril: que el gobierno obligue a los agentes a utilizar un determinado bien como medio para pagar impuestos no implica que ese bien vaya a terminar empleándose como medio de intercambio general de una economía. Al cabo, los agentes económicos podrían limitarse a atesorar ese bien hasta que tuvieran que abonar los tributos sin utilizarlo para sus intercambios privados. Por ejemplo, las fichas de los casinos no son empleados como medio de intercambio o unidad de cuenta fuera de los casinos. Ciertamente, uno podría argumentar que el caso del dinero estatal es distinto, por cuanto casi todo el mundo ha de pagar impuestos, cuando sólo unos pocos son los demandantes últimos de las fichas de casino. Pero lo anterior implicaría que aquellos países con una menor presión fiscal o donde muy pocos individuos estuviesen obligados a pagar impuestos, serían incapaces de imponer su propio dinero estatal, algo que los neochartalistas se han negado a admitir hasta el punto de afirmar que un impuestos sobre un único individuo sería suficiente para hacer que el bien designado por el Estado deviniera dinero. En palabras de Wray en *Understanding Modern Money* (1998):

No es necesario que exista un impuesto de capitación sobre todos los individuos. Supongamos que sólo la mitad de la población estuviese obligada a pagar impuestos. Aun así, la mitad que no los paga estaría deseosa de hacer cosas para obtener dinero, pues ellos pueden inducir a la primera mitad a que haga cosas en su favor a cambio del dinero que necesitan para pagar impuestos. De hecho, la lógica nos llega inexorablemente a concluir que, en el extremo, un impuesto sobre un único individuo bastaría para crear una demanda por el dinero que le permitiera al gobierno adquirir bienes y servicios del mercado (¡supongamos que el gobierno establece un impuesto de 1,2 billones de dólares sobre Bill Gates!).

Es evidente que algo falla en la explicación neochartalista: y lo que falla es que, si bien una amplia demanda cautiva de los contribuyentes facilita enormemente que un bien se convierta en medio de cambio general y en unidad de cuenta (como admitía Menger), sólo con ello no basta. Al final, es necesario que el mercado acepte utilizar como medio de cambio y unidad de cuenta el dinero estatal, y para ello el Estado deberá preocuparse, por ejemplo, por estabilizar y cuidar el valor de ese bien. A la postre, los agentes económicos anhelan emplear como sustituto del dinero algún tipo de deuda, y las deudas del Estado se hallan en una posición idónea para que devengan medio de intercambio: en circunstancias normales, el Estado, gracias a su poder tributario, es el agente más solvente de una economía, de manera que sus deudas no deberían estar sometidas a grandes fluctuaciones de valor. Pero, lógicamente, para que sean aceptadas y utilizadas como medio de intercambio y unidad de cuenta por el conjunto de los agentes económicos será necesario algo más que su uso como mecanismo para saldar deudas; por ejemplo, que el Estado cuide su crédito y no intente abusar de él en contra de los usos que pretende darle la población (algo que choca de lleno con las políticas de estabilización macroeconómica del neochartalismo, basadas en la manipulación de la oferta de dinero).

Los neochartalistas, sin embargo, obsesionados como están por reducir toda la lógica monetaria al cobro de impuestos llegan al extremo de afirmar que las hiperinflaciones (los repudios de la moneda) se deben al colapso del sistema tributario. Por ejemplo, Wray sostiene

que “la idea de que las hiperinflaciones son causadas por un gobierno que imprime demasiado dinero, por colocar las imprentas a pleno rendimiento, sólo captura el efecto, pero no la causa, del problema. Es normalmente la quiebra del sistema fiscal, en lugar de la velocidad de impresión, lo que genera la hiperinflación”. En puridad, y siguiendo los razonamientos de los propios neochartalistas, el hecho de que la recaudación fiscal se hunda debería ser irrelevante, por cuanto solo con que algunas personas (o incluso una sola) siguieran abonando impuestos, ya debería ser suficiente para que esa moneda gubernamental siguiera empleándose como medio de intercambio y unidad de cuenta.

En suma, la teoría neochartalista efectúa diversas consideraciones de validez que deben complementar la teoría mengeriana sobre el origen del dinero. En particular, que el Estado, debido a su posición de predominancia sobre el conjunto del mercado, puede influir de manera decisiva sobre el surgimiento de un medio de intercambio. Ahora bien, ese medio de intercambio será una deuda del gobierno que, como en parte ya hemos visto y como seguiremos viendo, tendrá un potencial muy grande para desestabilizar la economía, por cuanto no constituye un instrumento que le permita a cualquier agente económico liquidar todas sus posicione dentro del sistema y guarecerse en activos que no sean el pasivo de ninguna otra persona. En el fondo, pues, el neochartalismo es sólo una reelaboración de muchas de las viejas doctrinas del mercantilismo y del antibullionismo radical que, pese a su refinamiento, siguen siendo en su base tan inválidas como aquélla.

Conclusión

En esta lección hemos delineado los fundamentos de una teoría sobre la naturaleza y las funciones del dinero, combinando algunos elementos valiosos de la teoría neochartalita con la mucho más sólida teoría de la liquidez desarrollada por Carl Menger en combinación con la teoría del crédito circulante procedente de la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith. Llegados a este punto, es harto conveniente terminar de clarificar las distintas categorías económicas ofreciendo una taxonomía sobre las distintas formas de los medios de pago

La mejor de estas taxonomías nos la ofrece el economista argentino Carlos Bondone en su libro *Teoría de la moneda* (2012). Bondone agrupa a todos los medios de intercambio bajo la categoría de “moneda”: “definimos como moneda al bien económico que satisface la liquidez”, siendo la liquidez “la necesidad de disponer de un bien económico de rápida vendibilidad para hacer eficiente los intercambios interpersonales”. Así pues, para Bondone todos los medios de intercambio son moneda y toda moneda es un bien económico. Los bienes económicos, a su vez, pueden ser bienes económicos presentes y bienes económicos futuros; a los primeros Bondone los denominará moneda-dinero y a los segundos moneda-crédito: “[La moneda-dinero es todo] bien económico presente que cumple la función de moneda, es decir, satisface la necesidad de liquidez desde su condición de ser bien económico presente (oro, plata, cereal, etc.). [La moneda-crédito es todo] crédito que cumple la función de moneda, es decir, satisface la necesidad de liquidez desde su condición de ser crédito”.

A su vez, Bondone subdivide la moneda crédito en otras dos categorías: la moneda-crédito regular y la moneda-crédito irregular. La moneda-crédito regular toma base en aquel crédito que “en el acto de su nacimiento precisa la calidad y cantidad del bien económico futuro con que se cancelará la obligación surgida”, mientras que la moneda-crédito irregular toma base en aquel crédito que “en el acto de nacimiento no define con claridad la calidad y/o cantidad del bien económico futuro con que se cancelará la obligación surgida”. La moneda-crédito regular sería aquella promesa de pago que se endosa entre los agentes económicos y que especifica cómo será saldada: por ejemplo, una letra de cambio, un cheque o un billete de banco pagadero en oro. En cambio, la moneda-crédito irregular sería un pasivo indeterminado

de un agente económico: por ejemplo, deudas basadas en favores (A le debe “un favor” a B) o deudas cuyo emisor se compromete a aceptar para saldar cualquier crédito todavía no determinado que en el futuro tenga contra otros agentes (el caso paradigmático sería el papel moneda estatal inconvertible que los gobiernos aceptan como forma para saldar la indeterminada obligación tributaria que ellos les imponen a los individuos).

La taxonomía de Bondone, pese a algunos fallos menores que pueda contener, resulta extremadamente útil para comprender que la teoría mengeriana sobre el dinero era una teoría sobre la moneda-dinero, la teoría smithiana de la Doctrina de las Letras Reales era una teoría sobre la moneda-crédito regular y, por último, la teoría chartalista de Knapp era una teoría sobre la moneda-crédito irregular. Asimismo, esta clasificación también nos permite encuadrar a las tres tradiciones que hemos estudiado dentro de sus coordenadas: la tradición de David Hume, bullionismo radical y Escuela Monetaria asume que todas moneda (incluyendo las promesas de pago del banco central) son dinero; la tradición mercantilista y antibullionista piensa que todas las monedas (incluyendo el oro) son crédito; y, por último, la tradición de Cantillon, Adam Smith, bullionismo moderado y Escuela Bancaria comprende que dinero y crédito son realidades distintas, que es imprescindible estudiar ambas categorías y sus interrelaciones, y que la idea clave que permite analizarlas con propiedad es el concepto de “liquidez” acuñado por Carl Menger.

Sentado lo anterior, en las próximas lecciones procederemos a estudiar cómo se determina el valor del dinero al complementarlo con las monedas-crédito, qué papel desempeña el dinero a la hora de lograr una eficaz coordinación macroeconómica y qué problemas acarrea su abuso y manipulación.

LECCIÓN 6 – EL DEBATE ENTRE CUANTITATIVISTAS Y CUALITATIVISTAS SOBRE EL VALOR DEL DINERO

Una vez determinadas la naturaleza y las funciones del dinero, queda por resolver cómo se determina su valor, esto es, cómo se determinan y de qué dependen la demanda y la oferta de dinero. Menger, en su artículo sobre *El origen del dinero* (1892), ya establece que el dinero empieza a ser utilizado (y por tanto demandado) para superar los inconvenientes propios del trueque: los agentes prefieren aquellos bienes con una mayor liquidez que aquellos otros con una menor liquidez. A su vez, esa mayor demanda de los bienes con una mayor liquidez incrementa tanto el valor como la liquidez de esos bienes. Por consiguiente, sí existe un cierto análisis germinal en el trabajo de Menger, pero ese análisis no va mucho más allá. Los economistas que siguieron a Menger, sin embargo, sí trataron de refinar y complementar su hallazgo teórico.

Edwin Cannan: La adecuada definición de 'demanda de dinero'

En su seminal artículo *La aplicación del aparato teórico de la oferta y la demanda a las unidades monetarias*(1921), Edwin Cannan pretende clarificar qué entendemos por demanda de dinero. En principio podríamos reputar que todo intercambio de un bien económico por dinero equivale a demanda de dinero (es decir, toda venta de bienes y servicios equivale a demanda de dinero). Sin embargo, precisamente porque el dinero se utiliza como medio de cambio, esta definición es muy engañosa: un aumento de la demanda de dinero (vender bienes) suele ir seguido de un aumento de la oferta de dinero (comprar bienes). En cierto modo, ambos efectos se cancelan: mayor demanda de dinero es también mayor oferta de dinero, de manera que su influencia sobre el valor del dinero se cancela mutuamente.

Cannan propone, en cambio, restringir el concepto de 'demanda de dinero' a la demanda para atesorar dinero: "Tenemos que pensar que la demanda de dinero está alimentada no por el número de transacciones, sino por el deseo y la capacidad de las personas para mantener en reserva el dinero; del mismo modo en que pensamos que la demanda [final] de casas no procede de los intermediarios que las compran y las revenden, arriendan o subarriendan, sino de quienes las ocupan. La simple actividad en el mercado inmobiliario –sólo comprar y vender casas– puede en cierto sentido implicar un 'aumento de la demanda' de casas, pero también un 'aumento en su oferta'; ambos fenómenos se cancelan. La demanda que para nuestros propósitos importa es la demanda para ocupar las casas".

El ejemplo de Cannan es palmario: si una persona compra una casa, la alquila y el arrendador la subarrienda, ¿recae sobre esa casa una triple demanda? No: la demanda que influye sobre su precio de equilibrio es la demanda final, esto es, la del inquilino. Lo mismo sucede con el dinero: la demanda relevante y que influye sobre su poder adquisitivo es la demanda para atesorar el dinero; lo que años más tarde Ludwig von Mises en *La Accion Humana* (1949) llamará "demanda de saldos de caja").

En cierto sentido, todo el dinero es demandado durante un tiempo, pues incluso quien compra para revender inmediatamente lo atesora durante unos segundos. De hecho, a escala agregada, todo el dinero está atesorado (el dinero siempre está en los saldos de caja de alguien). Por tanto, desde un punto de vista individual, cabrá hablar de demanda de dinero combinando ambas perspectivas: la demanda de dinero puede aumentar porque un agente económico incrementa, durante un período de tiempo dado, el número de unidades monetarias que atesora o porque incrementa el período de tiempo durante el que atesora un número dado de unidades monetarias. Desde un punto de vista agregado, sin embargo, la demanda de dinero de una economía sólo podrá aumentar incrementando el tiempo durante el cual los agentes

atesoran el dinero; algo que, como a continuación veremos, equivaldrá a una reducción de la velocidad de circulación de ese dinero.

Una vez asentado el concepto de demanda de dinero, toca perfilar el concepto de oferta de dinero. El propio Cannan establece que la oferta de dinero está constituida por todo el stock producido hasta la fecha: "[El dinero] es uno de esos bienes duraderos cuyo stock es en cada momento muy grande en relación con las adiciones o sustracciones anuales a ese stock". Pero esto no resuelve una cuestión esencial: ¿qué cabe entender por stock de dinero? O, mejor dicho, dado que el dinero es sólo uno de los muchos medios de pago que se utilizan en una economía, ¿qué influencia ejercen los medios de pago que no son dinero (los billetes de banco, por ejemplo) sobre la oferta de dinero? ¿Reemplazan parte del stock y por tanto sus efectos netos son nulos? ¿Complementan parte de ese stock y por tanto suponen adiciones netas al mismo?

Para responder a estas cuestiones básicas hemos de echar mano de un economista cronológicamente anterior a Cannan: Knut Wicksell.

Knut Wicksell: Deslindando la oferta de crédito de la oferta de dinero

Cuando estudiamos a Cantillon (en la lección 3), ya vimos que para este economista el incremento de los cambios por evaluación (los pagos por compensación de promesas de pago) lo que hacían era incrementar la rapidez con la que circulaba el dinero. Esta idea de Cantillon es abandonada por la teoría económica posterior, que tiende a considerar que la rapidez o circulación del dinero es el número de veces que el dinero, *o los sustitutos del dinero* (como las promesas de pago), cambian físicamente de manos. Por ejemplo, si un billete de banco cambia dos veces de manos a lo largo del año, se dirá que su velocidad de circulación es 2.

Este punto de vista, sin embargo, tiende a equiparar la moneda-dinero con la moneda-crédito regular, considerando que sus efectos sobre la economía son equivalentes: un aumento del número de billetes de banco equivale a un aumento del número de onzas de oro, por lo que ambos fenómenos tenderán a minar el poder adquisitivo del dinero. Si regresamos al análisis de Cantillon, lo que en todo caso podrá afirmarse es que un aumento del número de moneda-crédito hará circular más rápidamente el stock existente de dinero y, además, si ese aumento del número de moneda-crédito ha ido parejo a un incremento del número de bienes presentes demandados por los consumidores (como ya vimos que establecía la *Real Bills Doctrine* de Adam Smith), ni siquiera tendrá por qué minorar el poder adquisitivo del dinero.

El primer economista que retoma el análisis de Cantillon y lo dota de una estructura teórica más rigurosa y consistente es Knut Wicksell en su obra "Interés y precios". Lo primero que hace Wicksell es algo muy relevante toda vez que hemos definido la demanda de dinero como el tiempo durante el que es atesorado: establecer la relación exacta entre demanda de dinero y velocidad de circulación del dinero.

Pues bien, Wicksell demuestra que la velocidad de circulación del dinero es el recíproco de la demanda de dinero: "Nuestra definición de velocidad de circulación del dinero es ésta: el número medio de veces que unas determinadas piezas de dinero cambian de manos durante una unidad de tiempo, por ejemplo un año, en lo relativo a las compras y ventas de bienes. Tan importante como la definición de velocidad de circulación del dinero es su recíproco: el tiempo medio de atesoramiento del dinero". Fijémonos en que el tiempo medio de atesoramiento (aquí 'medio' se refiere al conjunto de la economía, esto es, el tiempo promedio durante el que el conjunto de los agentes atesoran su dinero a lo largo de un año) es justamente la definición que, de acuerdo con Cannan, merece la demanda de dinero.

Si a lo largo de un año el dinero cambia seis veces de mano en una economía (la velocidad de circulación es 6), ello equivale a señalar que el tiempo medio en el que ese dinero ha sido atesorado por los agentes ha sido de dos meses (12 meses dividido entre 6 veces que ha cambiado de manos). Y al revés: si el tiempo medio durante el que los agentes atesoran el dinero es dos meses, eso significa que el número de veces que ese dinero ha cambiado de manos a lo largo del año ha sido de 6.

Por tanto, ya tenemos una primera relación de interés: un aumento de la demanda de dinero equivale a una reducción de la velocidad de circulación y una minoración de la demanda a un incremento en la velocidad de circulación. En este sentido, si, como decía Cantillon, las promesas de pago incrementan la velocidad de circulación del dinero, lo que estarán haciendo no es aumentar "a efectos prácticos" la oferta de dinero, sino reducir su demanda (la confusión puede ser en ocasiones poco relevante debido a que el efecto sobre el poder adquisitivo del dinero es equivalente: un aumento de la oferta reduce su utilidad marginal y una reducción de la demanda, también). Como señala Wicksell: "El crédito comercial no proporciona sustitutos del dinero, sino un poderoso mecanismo para acelerar su velocidad de circulación".

Por ejemplo, supongamos que una sociedad cuenta con 1.000 onzas de oro y que, en ausencia de crédito, consigue efectuar unos intercambios agregados de 10.000 onzas anuales. En tal caso, la velocidad de circulación será de 10, esto es, cambiará diez veces de manos (el tiempo medio de atesoramiento del dinero será de 1,2 meses o 36,5 días). Ahora supongamos que, gracias a la aparición de letras de cambio comerciales como medios de pago, se consigue distribuir y comercializar otras mercancías adicionales valoradas en 10.000 onzas de oro. Los intercambios totales en esa economía pasarán a ser 20.000 onzas, pero la base de dinero seguirá siendo de 1.000 onzas de oro: esto es, la velocidad de circulación habrá pasado de 10 a 20. El uso del crédito vuelve mucho más eficiente una determinada cantidad de oro –permite financiar una cantidad mucho mayor de intercambios–, al reducir el tiempo medio que debemos atesorarla entre intercambios. Pero fijémonos en que un aumento de las promesas de pago convertibles en oro (de la moneda-crédito regular) no afecta a la oferta de dinero, sino a su demanda.

Milton Friedman: la autorregulación de la oferta del patrón-mercancía

Para encontrarnos un análisis lo suficientemente refinado de cómo se determina la oferta de moneda-dinero en una economía, debemos recurrir al artículo que en 1951 publica Milton Friedman: *Commodity-Reserve Currency*. En este artículo, Friedman explica que la nueva producción de dinero (por ejemplo de oro) depende de su coste de producción. En equilibrio, el coste de producción de una unidad de dinero (el coste medio de los salarios, la amortización, la energía, etc.) es igual a una onza de oro. En este sentido, el coste de producción se puede reducir por el hecho de que acontezca una mejora de la productividad en la producción de oro o por el hecho de que una mayor demanda de oro incremente su poder adquisitivo (lo que lleva a que los precios y costes del resto de bienes económicos, incluyendo los del trabajo y la electricidad, se reduzcan). Una disminución del coste de producción del oro hará que aumente su producción hasta que los precios de la economía aumenten hasta que el coste medio de producir una onza de oro sea igual a una onza de oro.

Si, por el contrario, el coste medio de producir oro se incrementa por encima de una onza de oro (por ejemplo, porque la demanda de dinero cae sin que aumente la oferta de bienes económicos), la extracción de nuevo oro se suspenderá hasta que el coste medio vuelva a caer por debajo (por ejemplo, si la producción de bienes económicos aumenta y la velocidad de circulación no lo hace paralelamente).

El artículo de Friedman es revelador cuando se trata de analizar la autorregulación de la oferta de dinero en una economía sin crédito que utilice la moneda-dinero como patrón monetario, pero incurre en graves errores cuando trata de trasladar ese mismo análisis al de economías que utilizan la moneda-crédito regular (billetes de banco convertibles en oro) o la moneda-crédito irregular (papel moneda inconvertible) como patrón monetario; por ejemplo, asume que, en realidad, los bancos tenderán a aumentar la oferta de sus billetes hasta que su poder adquisitivo caiga y se equipare al del papel en que está impreso (como si la moneda-crédito regular fuese, en realidad, una moneda-dinero con el papel como patrón): "[la competencia entre emisores de pasivos bancarios o de papel moneda inconvertible]significa un aumento indefinido de la cantidad de moneda y un hundimiento indefinido de su valor; no hay ningún equilibrio estable en competencia a excepción de aquel en el que la moneda se deprecia tanto que su valor se iguala al del papel".

Y es que Friedman es también uno de los más claros representantes de una de las dos grandes escuelas o tradiciones que durante el s. XX han tratado de explicar el valor del dinero y su poder adquisitivo mediante la reflexión sobre su oferta y demanda: la tradición cuantitativa. Como veremos a continuación, esta escuela o tradición cae en ciertas confusiones que contaminan todo su restante análisis a diferencia de lo que sucede con la otra gran tradición que busca explicar los mismos fenómenos, la cualitativa.

La tradición cuantitativa

La teoría cuantitativa del dinero gira en torno a la idea de que son las variaciones en la oferta de dinero las que explican los cambios en el poder adquisitivo del dinero. A lo largo de la historia del pensamiento económico, muchos autores se han sumado, consciente o inconscientemente, a esta teoría, ya que es sencillo hallar numerosos ejemplos de fuertes aumentos de la oferta de dinero seguidos de intensas subidas de precios. Sin embargo, fue con la aparición del libro de Irving Fisher *The Purchasing Power of Money* (1911) cuando la teoría comenzó a refinarse y sistematizarse. Hoy en día, se toma la versión expuesta por Milton Friedman en su artículo *The Quantity Theory of Money: A Restatement* (1956) como la más actualizada y rigurosa de todas las teorías cuantitativas.

Antes de exponer la versión tradicional y la moderna de la teoría cuantitativa, conviene aclarar dos aspectos fundamentales. El primero es que la teoría cuantitativa se basa en la llamada "ecuación cuantitativa del dinero" (a saber, $M*V=P*Q$) pero no son lo mismo. Aunque generalmente se las identifica, la ecuación cuantitativa simplemente establece una igualdad contable: los pagos ($M*V$) son igual a los cobros ($P*Q$). La teoría cuantitativa, en cambio, adopta ciertas hipótesis, que ahora estudiaremos, sobre el comportamiento de las variables que componen la ecuación cuantitativa.

El segundo aspecto a aclarar es que dentro de la definición de M, los teóricos cuantitativistas incluyen todos los medios de pago, sean dinero mercancía (moneda-dinero), promesas de pago (moneda-crédito regular) o papel moneda inconvertible (moneda crédito irregular); dicho de otro modo, aunque, según hemos expuesto antes, un aumento de los pagos basados en los instrumentos de crédito no aumenta la cantidad de dinero (M) sino su velocidad de circulación (V), los teóricos cuantitativistas colocan en el mismo plano el dinero y las promesas a entregar dinero (y en función de la cantidad de promesas de pago que incluyan dentro de la categoría de dinero, nos encontraremos con alguna de sus múltiples posibles definiciones: M0, M1, M2, M3, M4, etc.). Véase, por ejemplo, Fisher: "Definimos dinero como aquello que es generalmente aceptado a cambio de los bienes (…) Dentro de esta categoría encontramos dos tipos: el dinero primario y el dinero fiduciario. Llamamos dinero primario a la mercancía que posee otra utilidad distinta a la monetaria; llamamos dinero

fiduciario a aquel dinero cuyo valor depende total o parcialmente de la confianza de su tenedor en que podrá intercambiarlo por otros bienes (por dinero primario en el banco o en la oficina gubernamental, o para saldar deudas o comprar mercancías a los empresarios)". Fijémonos en que, para el teórico cuantitativista (Friedman, en el artículo de *Commodity-Reserve Currency*, también cae en esta peligrosa simplificación) la moneda-crédito regular es indistinguible de la moneda-crédito irregular; es decir, las promesas de pago solventes son iguales a las promesas de pago en *default*.

Hechas estas aclaraciones, ¿cuáles son las hipótesis que la teoría cuantitativa del dinero asume acerca de la ecuación cuantitativa? Obviamente, si la conclusión a la que se desea llegar es que, por un lado, los aumentos de P se deben casi en exclusiva a aumentos de M y que, por otro, los aumentos de M se repercuten únicamente en forma de incrementos de P, habrá que asumir que 1) V no suele variar con frecuencia o cuando lo hace no afecta a P(en ese caso, en ocasiones P podría subir o bajar no debido a los cambios de M sino a los de V); 2) Q no varía con frecuencia o cuando lo hace no afecta a P; 3) que los aumentos de M no dan lugar a reducciones de V (pues en tal caso, los incrementos de M podrían trasladarse en forma de reducciones de V y no aumentar necesariamente los precios); y 4) que los aumentos de M no dan lugar a incrementos de Q (pues en tal caso, los incrementos de M podrían trasladarse en forma de aumentos de Q y no aumentar necesariamente los precios).

Así, con respecto a 1) Fisher asume que un aumento en la velocidad de circulación del dinero llevará al país a exportar al extranjero o a refundir para sus usos no monetarios el dinero sobrante, reduciendo M y estabilizando M*V: "El cambio en la velocidad de circulación del dinero en cualquier país abierto al comercio internacional tendrá una influencia inversa sobre la cantidad de dinero en circulación en ese país. Habrá una redistribución del dinero entre otros países del mundo y entre las artes". Con respecto a 2), Fisher cree que "un aumento en el volumen del comercio tiende no sólo a reducir los precios, pero también a incrementar la velocidad de circulación y los depósitos en relación al dinero y, por esta vía, a neutralizar total o parcialmente esa reducción de precios". Con respecto a 3), Fisher afirma que un aumento en la cantidad de dinero incrementará los saldos ociosos no deseados de dinero (lo que equivale a una caída de V) y que ese aumento no será sostenible porque estos saldos se querrán canalizar a la adquisición de bienes y servicios: "Si no se incrementa la cantidad de mercancías a la venta (Q), el único efecto de duplicar M será doblar P; pues ya hemos visto que V no puede reducirse permanentemente sin que la gente tenga excesos de dinero y de depósitos, y no puede haber excesos de dinero y de depósitos sin un deseo a gastarlo, y no puede haber un deseo a gastarlo sin que aumenten los precios". Por último, con respecto a 4), Fisher establece que: "Una inflación de la divisa no puede incrementar la producción de las granjas y de las fábricas, o la velocidad de los trenes y los barcos. La producción de las empresas depende de los recursos naturales y las condiciones técnicas, ni de la cantidad del dinero". En suma: "Dado que si se duplica la cantidad de dinero sucederá, primero, que se duplicará la cantidad de depósitos en el mismo porcentaje y, segundo, que no se verán afectados ni la velocidad de circulación del dinero [V]ni el volumen del comercio [Q], se sigue necesaria y matemáticamente que el nivel de precios deberá duplicarse".

Por su parte, Friedman, en su modernización la teoría cuantitativa fisheriana, tiene objetivos menos ambiciosos: demostrar que la renta nominal de la sociedad (lo que él llama Y, es decir, Y=P*Q) depende de la cantidad de dinero; a saber, la ecuación cuantitativa quedaría redefinida más restringidamente como M*V=Y. En ese sentido, Friedman también es menos exigente con la enumeración de las hipótesis que permitir verificar la teoría cuantitativa, pues, como decimos, su conclusión es que la renta monetaria depende de la oferta monetaria, se traduzca ésta en un aumento de los precios o de la cantidad de bienes y servicios: "Incluso bajo las condiciones más favorables, por ejemplo, que la demanda de dinero es bastante

inelástica, lo que nos proporciona la ecuación cuantitativa es una teoría de la renta monetaria: lo que sostiene es que la renta monetaria va de la mano de la cantidad nominal de dinero. Pero no nos dice nada acerca de qué parte del cambio en la renta monetaria se refleja en la producción y qué parte en los precios. Para conocer esto necesitamos información exógena: por ejemplo, si la producción está en su máximo técnicamente posible, en cuyo caso un aumento en la oferta monetaria se trasladaría al 100% en un aumento de los precios".

Al final, de las cuatro hipótesis que tenía que aceptar Fisher, a Friedman le bastará con la 1) y la 3): "A la luz de lo anterior, la cuestión que podemos plantearnos es qué implicaciones tiene calificar a alguien como 'teórico cuantitativo' (…) Las diferencias de opinión se refieren a tres aspectos: a) la estabilidad y la importancia de función de demanda de dinero, b) la independencia de los factores que afectan a la demanda y a la oferta de dinero, c) la forma de la función de demanda y de funciones relacionadas con ella". En última instancia, Friedman pretende redefinir la teoría cuantitativa del dinero como una teoría sobre la demanda de dinero: "La teoría cuantitativa es en primera instancia una teoría sobre la demanda de dinero. No es una teoría sobre la producción, o sobre la renta monetaria o sobre el nivel de precios". En concreto, sobre la demanda *estable* de dinero: "El teórico cuantitativo acepta la hipótesis empírica de que la demanda de dinero es bastante estable (…) y de que juega un papel esencial a la hora de determinar variables de gran importancia en la economía como el nivel de renta monetaria o los precios". Que la demanda de dinero sea estable no significa que sea constante a lo largo del tiempo, pero sí que no presenta una gran volatilidad e imprevisibilidad a corto plazo.

Además, de la hipótesis anterior, también es necesario asumir que las variables que determinan la demanda de dinero no pueden ser las mismas que determinan la oferta de dinero: "El teórico cuantitativo sostiene que hay factores importantes que afectan a la oferta de dinero que no afectan a la demanda de dinero". De ahí que el teórico cuantitativo pueda concentrar su análisis en las distorsiones que sufre la economía debido a las variaciones en la oferta –y no en la demanda– de dinero. Si la demanda es estable y no influye sobre la oferta de dinero, la inflación o los cambios en la renta monetaria cabrá vincularlos con cambios en la oferta monetaria y no con las fluctuaciones de la demanda.

En suma, aunque Friedman afirma que la teoría cuantitativa es una teoría sobre la demanda de dinero, en realidad cabe considerarla una teorización dirigida a relegar a un segundo plano la demanda de dinero, focalizando toda la atención subsiguiente en la oferta de dinero; no porque los teóricos cuantitativistas no estudien en profundidad la demanda de dinero, sino porque sus muy abundantes estudios teóricos y empíricos van dirigidos a demostrar que la demanda de dinero es fundamentalmente estable y que, por tanto, carece de una influencia determinante sobre la economía.

La tradición cualitativa

A diferencia de la tradición cuantitativa del dinero, la tradición cualitativa no ha experimentado una profunda y refinada sistematización, de ahí que toque hacer una cierta labor de exégesis acudiendo a autores y textos dispersos como Carl Menger, Benjamin Anderson, Charles Rist, Melchior Palyi, Jacques Rueff, Harry Scherman, Antal Fekete y, en cierta medida, Ludwig von Mises y Friedrich Hayek.

El rasgo distintivo de la tradición cualitativa es que su análisis de la demanda de dinero es mucho más rico que en la tradición cuantitativa; lejos de relegar la influencia práctica de la demanda de dinero a un segundo plano en la determinación de las fluctuaciones económicas, la elevan a una posición de preminencia y la insertan dentro de un marco analítico mucho

más amplio: el de las posiciones de liquidez deseadas de los agentes económicos. Dicho de otro modo, la demanda de dinero es, en realidad, una manifestación más de un conjunto de decisiones patrimoniales mucho más amplio que adoptan los agentes económicos.

Ese conjunto más amplio de decisiones patrimoniales, que constituyen el auténtico asunto central a investigar dentro del análisis económico de la moneda y el crédito, se refiere a la adecuada coordinación de los planes de producción (expresados en una estructura de activos con distintos vencimientos y niveles de riesgo) con los planes de financiación (expresados en una estructura de pasivos con distintos vencimientos y niveles de riesgo) tanto de agentes económicos individuales (análisis microeconómico de la liquidez y solvencia de un agente económico) como, sobre todo, a nivel colectivo (análisis macroeconómico de la liquidez y solvencia de un sistema económico). La demanda de dinero será una decisión más dentro de todo este edificio de planificación patrimonial, pero, debido a sus peculiares características, será una decisión de importancia fundamental que, además, tendrá implicaciones sobre el asunto que estamos estudiando en esta lección: el poder adquisitivo del dinero.

De entrada, los teóricos cualitativos tratan de diferenciar adecuadamente entre dinero y crédito, esto es, entre el bien presente (o conjunto reducido de bienes presentes) más líquido de un sistema económico y las deudas que se utilizan como medio de pago y que, en última instancia (y como ya vimos con Cantillon y Wicksell), sirven para incrementar la velocidad de circulación del dinero. Charles Rist, en su excelente *Historia de las doctrinas relativas a la moneda y al crédito* (1938) es bastante explícito en este punto: "Los billetes de banco convertibles son instrumentos de crédito. Sólo son emitidos como adelantos. No se los incorpora a la masa monetaria, sino que regresan al banco que los ha emitido cuando esos adelantos son amortizados". Y esos instrumentos de crédito tienen como propósito: "No incrementar la cantidad de dinero [sino] simplemente dar una circulación más rápida al dinero existente".

La diferencia nos permite no colocar en pie de igualdad el dinero y el crédito regular, entendiendo adecuadamente cuál es la influencia del crédito regular sobre el dinero: no incrementa la oferta de dinero, sino que acelera su velocidad de circulación hasta que el crédito sea finalmente amortizado. Gracias a ello podemos, además, diferenciar dos análisis que generalmente se entremezclan –por sus indudables interrelaciones– pero que conceptualmente deberían separarse: el análisis de la demanda de dinero (del atesoramiento de dinero) y el análisis de la sostenibilidad del crédito regular utilizado como moneda.

La primera cuestión a resolver es por qué los agentes deciden atesorar dinero durante un determinado período de tiempo. Mises, en *La Acción Humana* (1949), afirma que la demanda de dinero depende de su utilidad para los agentes económicos: "Lo que decide la amplitud de los saldos de caja son los juicios de valor de los individuos. Los agentes económicos siempre enjuician cuál es la magnitud adecuada de sus saldos de caja".

Pero, ¿de qué depende la utilidad del dinero atesorado? En su libro *The Value of Money* (1917), Benjamin Anderson explica que "las funciones de 'medio de cambio' y de 'habilitador de opciones' son las principales fuentes que añaden valor al dinero". Conviene aclarar que la función del 'habilitador de opciones' sería la que nosotros hemos denominado "depósito de valor líquido", esto es, la que permite al agente económico modificar en cualquier momento sus planes de acción al disponer de un bien líquido que le permite acceder con inmediatez a aquellas mercancías o servicios que necesita. De manera análoga, Jacques Rueff, en *El orden social* (1945), divide en dos partes el origen de la utilidad del dinero atesorado: los fondos necesarios para llevar a cabo las compras ya programadas por los individuos (función similar a la de "medio de cambio" de la que habla Anderson) y los fondos

deseados por encima de los necesarios con miras a protegerse frente a la incertidumbre(que coincidirían con la función de "habilitador de opciones" de Anderson). Por ponerlo en boca de Rueff, esos fondos deseados por encima de los necesarios se darán cuando un individuo entrevea "la eventualidad de circunstancias perturbadoras, tales como la guerra, huelgas, malas cosechas y, de manera general, todos los acontecimientos susceptibles de retrasar los ingresos, de apresurar o de aumentar los gastos", es decir, el individuo "tratará de asegurarse contra el peligro aumentando el volumen de sus fondos atesorados".

Más recientemente, Hans-Hermann Hoppe, en su artículo *'The yield of money held' reconsidered* (2009), desarrolla esta demanda de saldos de caja como vía para combatir la incertidumbre futura: "Dado que el dinero puede emplearse para la satisfacción instantánea de un amplio rango de necesidades, proporciona a su propietario la mejor protección posible contra la incertidumbre. Al atesorar dinero, su propietario obtiene la satisfacción de ser capaz de sobreponerse de inmediato al mayor rango posible de contingencias futuras inesperadas. La inversión en saldos de caja es una inversión contra la aversión a la incertidumbre".

En resumen, la demanda de dinero tiene dos finalidades y dos fuentes: medio de cambio y depósito de valor, esto es, las funciones ya estudiadas del dinero. Para cumplir ambas funciones, el dinero deberá ser atesorado durante plazos más o menos prolongados de tiempo: por ejemplo, si cobramos hoy un salario y queremos gastarlo mañana en videojuegos, atesoraremos el dinero hoy y lo desatesoraremos mañana; el dinero actuará como medio de cambio y no como depósito de valor para hacer frente a contingencias imprevistas. Asimismo, si cobramos hoy un salario y queremos mantener nuestras opciones de gasto abiertas en el futuro, lo atesoraremos indefinidamente hasta que encontremos algo provechoso a que destinarlo (actuará como depósito de valor o como "habilitador de opciones"). En todo caso, el atesoramiento de dinero nos será útil (nos acercará a la consecución de nuestros fines) debido a la posibilidad de emplearlo como medio de cambio y como depósito líquido de valor; la demanda de dinero aumentará siempre que, por cualquier motivo, los agentes necesiten acumular más saldos de caja para efectuar las transacciones que ya tienen programadas (función del dinero como medio de cambio) o para protegerse frente a la incertidumbre futura (función del dinero como depósito de valor), y, al aumentar la demanda, desatarán una tendencia a elevar su valor y reducir los precios del resto de bienes (lo contrario sucederá cuando la utilidad percibida por atesorar dinero se reduzca y se proceda a desatesorar).

Pero, como ya hemos visto, el dinero no es el único activo que puede utilizarse como medio de cambio. Los agentes pueden emplear medios de pago basado en el crédito comercial (letras de cambio, pagarés…) o en el crédito bancario (billetes y cuentas corrientes) en sustitución (o complemento) del dinero: es lo que, siguiendo a Carlos Bondone, hemos llamado moneda-crédito regular. En todos estos casos, los agentes económicos pagan las mercancías que adquieren no con dinero, sino con un derecho de cobro contra la venta futura de mercancías, de modo que la necesidad de atesorar dinero con miras a utilizarlo como medio de cambio se reducirá (las transacciones pueden efectuarse en moneda-crédito), con lo que su demanda (y su valor), en relación con la producción de bienes y servicios, también minorará.

Por eso, puede afirmarse que la confianza en los medios de pago basados en el crédito tenderá a incrementar la velocidad de circulación del dinero (tanto porque las unidades atesoradas de dinero se reducirán en relación con el resto del patrimonio de los agentes económicos cuanto porque se producirá un uso más extendido del crédito como medio de pago) y la desconfianza a reducirla (tanto porque aumentará el atesoramiento de dinero en relación con el resto del patrimonio de los agentes económicos cuanto porque la desconfianza en los medios de pago basados en el crédito limitará enormemente su uso). Conviene rescatar aquí la brillante cita de Richard Cantillon que ya tuvimos ocasión de analizar en la lección 3: "Semejantes trueques

por evaluación pueden ahorrar mucho dinero contante en la circulación, o al menos acelerar su movimiento, haciéndolo innecesario en varias manos por donde necesariamente debería pasar si no existiera esta confianza y éste genero de trueques por evaluación. Así se justifica la afirmación de que la confianza en el comercio hace menos escaso el dinero. Los orfebres y banqueros públicos, cuyos billetes circulan corrientemente en los pagos como dinero contante y sonante, contribuyen también a aumentar la velocidad de la circulación, la cual sufriría un retraso si hiciera falta dinero efectivo en todos los pagos en que la gente se contenta con billetes". Más recientemente, ha sido Harry Scherman en *The promises men live by* (1938) quien más énfasis ha puesto en la dependencia que el promesas de pago guarda de la confianza y de la habilidad para amortizarlas: "Nuestro sistema universal de cambio diferido depende en última instancia de dos pilares: primero, la honestidad de los emisores; segundo, de la estimación acertada de los recursos con que contarán los deudores cuando deban hacer frente a sus promesas".

Si bien la moneda-crédito regular puede sustituir al dinero en sus funciones como medio de cambio, no sucede lo mismo, sin embargo, con la función del dinero de depósito de valor. Tal como explica Antal Fekete en su artículo *The Bills of the Goldsmith* (2002), existen ciertas manifestaciones de la función de depósito de valor en las que el dinero es simplemente irremplazable: en concreto, el crédito –tanto el que se utiliza como moneda como el que no– debe poder saldarse en dinero para asegurar la soberanía del consumidor y del inversor. Afirma Fekete: "Para salvaguardar la integridad y la solvencia del sistema de pagos, las monedas de oro deben usarse para [pagar las letras de cambio a vencimiento]. La moneda de oro es el último guardián de la soberanía del consumidor al forzar la retirada de la letra de cambio al vencimiento (…). [Asimismo, lo que he llamado el tenedor de bonos marginal] será el primero en vender sus bonos [a cambio de dinero] cuando el tipo de interés caiga a un nivel que considere inaceptablemente bajo (…). Si el tenedor marginal de bonos aceptara billetes de banco en lugar de oro por su bono, entonces estaría huyendo del fuego para caer en las brasas; para lograr que prevalezca su preferencia temporal y protestar contra los absurdamente bajos tipos de interés debe de insistir en cobrar la venta de bonos en oro".

Lo que Antal Fekete viene a expresar es que las deudas, tanto aquellas que se utilizan como medio de pago cuanto aquellas que sólo proporcionan financiación a largo plazo para la industria, deben ser capaces de liquidarse en todo momento en dinero. Si las deudas se saldaran en otras deudas (en pasivos bancarios, por ejemplo), no habría garantía alguna de que la soberanía del consumidor y del inversor prevalecen en el sistema económico. Por ejemplo, supongamos que un inversor deja de confiar en la solvencia de una empresa y, por ello, decide vender los bonos que había previamente adquirido. Si el inversor no exige cobrarse la venta de los bonos en dinero, sino que acepta como pago billetes de un banco privado, podría suceder perfectamente que ese banco adquiriera los bonos que ha vendido mediante la "impresión" de nuevos billetes que serán recibidos como pago por el inversor: en tal situación, el inversor seguiría siendo titular del bono a través del banco (en concreto, si el inversor atesorara billetes de banco, le estaría concediendo un crédito al banco, que éste podría utilizar para comprar el bono que el propio inversor ha vendido). En otras palabras, si no hay opción de pagar las deudas en dinero –sino que las deudas sólo se saldan con otras deudas– no hay manera de garantizar el pago y la liquidación de la deuda: una deuda pagada con otra deuda puede perfectamente ocultar un simple aplazamiento del pago, socavando con ello la soberanía del consumidor y del inversor. En cierto modo, Ludwig von Mises, en su *Teoría del dinero y el crédito* (1912) también alcanzó una conclusión similar que, desgraciadamente, no llegó a desarrollar: "Si bien es cierto que los billetes emitidos como préstamo vuelven automáticamente al banco al vencer su plazo, ello sin embargo nada nos dice acerca de la cuestión de si el banco es capaz de mantenerlos en circulación mediante una reiterada prolongación de los préstamos".

Con todo, podría darse el caso de que un sistema económico no contara con moneda-dinero, sino que la base de su sistema de pagos fuera la moneda-crédito irregular, esto es, la moneda fiduciaria. En tal caso, podemos extraer dos conclusiones: la primera, enlazando con el párrafo anterior, es que la regulación del resto de crédito regular (el utilizado como medio de pago y el que no) se hará de manera muy deficiente: en tanto en cuanto el banco central puede monetizar activos creando más unidades de moneda fiduciaria que en principio atesorarán aquellos agentes que quieran reafirmar su liquidez (al igual que habrían atesorado el oro), el único límite a esta potencial extensión de crédito por parte del banco central vendrá de que los tenedores de moneda fiduciaria comiencen a desconfiar del mismo y a desatesorarlo con pérdidas (inflación); sólo en ese caso, tal vez el banco central tenga incentivos a frenar su imprudente política de monetizaciones de activos que bloquean la liquidación de los proyectos empresariales que consumidores e inversores desean liquidar.

La segunda conclusión es que la demanda (atesoramiento) de moneda fiduciaria (de la moneda-crédito irregular) puede convertirse en muy caprichosa e inestable. Como ya explicamos en la lección 5, el crédito irregular da derecho a una cantidad incierta de bienes de calidad también incierta. La nota predominante del crédito irregular, por consiguiente, es la incertidumbre sobre cómo será pagado; incertidumbre que, a su vez, depende de la calidad de los bienes de consumo y de los equipos productivos de la economía donde esa moneda fiduciaria es aceptada. De hecho, históricamente, las hiperinflaciones –el repudio de la moneda fiduciaria por parte del mercado– han tenido tres causas: o la perspectiva de que la oferta de moneda fiduciaria seguiría aumentando de manera exponencial para financiar los gastos del Gobierno, o el no reconocimiento por parte de un nuevo Gobierno de la moneda fiduciaria que previamente había sido emitido, o el desmoronamiento de la producción del país. Las tres causas, pues, nos remiten a un mismo motivo: la perspectiva de no poder emplear la moneda fiduciaria para adquirir en el futuro nada de valor (esto es, a la perspectiva de un desplome de su poder adquisitivo), lo que lleva a un desatesoramiento masivo de carácter preventivo entre los agentes económicos (a un hundimiento de su demanda).

Sin llegar a la necesidad de una hiperinflación, es evidente, no obstante, que la fluctuante expectativa del poder adquisitivo futuro de la moneda fiduciaria (especialmente cuando está vinculado a economías diminutas cuya producción es más susceptible de colapsar que en las más diversificadas áreas económicas muy extensas) hace que el propio valor de la moneda-crédito irregular sea susceptible de fluctuar enormemente en el presente, lo que no sucede de manera tan intensa ni con la moneda-crédito regular (cuyo emisor sea solvente y líquido) ni con la moneda-dinero. Como expuso Charles Rist en su libro ya citado:

Existe una gran diferencia entre un derecho sobre un volumen dado de riqueza y determinado de antemano y un derecho sobre 'riqueza' en abstracto y sin especificar cuánta. La cantidad de bienes que el papel moneda inconvertible puede adquirir varía con las fluctuaciones de mercado y, más importante, con la cantidad del mismo que se emita, sin que sus tenedores presentes sean capaces de ejercer control alguno sobre esa cantidad (…). La característica esencial del papel moneda inconvertible es la incertidumbre sobre su valor futuro; lo que da lugar a fluctuaciones en su valor presente, pues la demanda presente de ese dinero aumentará o se reducirá en función de la expectativa sobre si su valor futuro aumentará o se reducirá.

Recordemos que para la tradición cuantitativa la moneda-dinero, la moneda-crédito regular y la moneda-crédito irregular son todas ellas formas de "dinero" cuya demanda es igualmente

estable mientras su oferta se halla sometida a buenas reglas. Dejando de lado el aspecto esencial de que la tradición cuantitativa entiende por "buenas reglas" la limitación cuantitativa de su oferta (sin atender, como en breve estudiaremos, a la *calidad* y sostenibilidad del crédito creado), parece claro que la estabilidad de la demanda –la liquidez del dinero, en última instancia– dependerá de muchos más factores que su cantidad: ni la demanda de todas las monedas-dinero será igual de estable (no es tan bueno el ganado como el oro al actuar como dinero), ni, tal como expone Rist, la demanda de la moneda-dinero o de moneda-crédito regular serán igual de estables que la de la moneda-crédito irregular.

Ciertamente, podría objetársele a Rist que el poder adquisitivo futuro, y por tanto la demanda presente, de la moneda-dinero y de la moneda-crédito regular podrían ser tan o más fluctuantes que la de la moneda-crédito irregular. Sin embargo, ya hemos expuesto previamente con el artículo de Milton Friedman *Commodity-Reserve Currency* por qué el valor de la moneda-dinero tenderá a autorregularse y estabilizarse a largo plazo sin necesitar y sin permitir la manipulación política. Nos quedaría, con todo, demostrar que la moneda-crédito regular también puede autorregularse estabilizando su valor, lo cual, además, nos remite al segundo tema de análisis que se veía propiciado por el deslindamiento de los conceptos de dinero y de crédito dentro de la ecuación cualitativa: el análisis de la sostenibilidad del crédito regular utilizado como moneda.

Jacques Rueff y Antal Fekete: la autorregulación de la moneda-crédito regular

Ya hemos comentado que el uso del crédito regular como medio de pago incrementa la velocidad de circulación del dinero. Este incremento de la velocidad de circulación del dinero permite, a su vez, que no toda producción adicional de bienes y servicios se traduzca en un aumento del poder adquisitivo del dinero que, a su vez, incentive la producción de unidades adicionales de moneda-dinero (por ejemplo, incrementando la extracción minera de oro). Dado que parte de las compras de bienes presentes pueden efectuarse abonando su precio en promesas de pago de dinero como son los pagarés o los billetes de banco (moneda-crédito regular) y dado que estas promesas aumentan la velocidad de circulación del dinero, podrá intercambiarse una mayor cantidad de bienes presentes sin necesidad de que los agentes cuenten con una mayor cantidad de saldos de caja (lo que, en última instancia, es sólo una manifestación de la Ley de Say que ya estudiamos en la lección 3).

La cuestión a resolver a este respecto es triple: una, ¿cuál es el proceso exacto por el que se genera ese crédito que posteriormente se utilizará como medio de pago?; dos, ¿cuál es la influencia de esa emisión de promesas de pago sobre el valor del dinero?; y tres, ¿cuáles son las repercusiones sobre el resto del sistema económico de la sobreemisión de moneda-crédito regular que lleve a la iliquidez de sus emisores?

Las dos primeras cuestiones ya la respondimos parcialmente cuando estudiamos la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith, pero conviene retomar su estudio más refinado y preciso de la mano de Jacques Rueff y de Antal Fekete, ambos economistas que se insertan en la tradición cualitativa del dinero. La tercera pregunta, que nos remiten a la teoría de los ciclos económicos, la responderemos en la siguiente lección.

En su ya citada obra *El orden social* (1945), Jacques Rueff explica con sumo detalle lo que él denomina "regulación monetaria": "Si se quieren evitar las variaciones del nivel general de los precios no queda otra solución que [cuando los agentes económicos quieran más moneda y menos riqueza] transformar en moneda riquezas no monetarias indeseadas y [cuando los agentes económicos quiera menos moneda y más riqueza] en riquezas no monetarias la moneda indeseada (…) La primera transformación puede realizarse vistiendo

de moneda las riquezas no monetarias susceptibles de ser monetizadas y, la segunda, desvistiendo aquellas riquezas que anteriormente han sido monetizadas (…) El objeto de todos los sistemas monetarios no es más que asegurar, por diversos procedimientos de eficacia distinta, la adaptación constante de los saldos de caja efectivos a los saldos de caja deseados y reducir con ello las variaciones del nivel general de precios al mínimo. Ejercen así una función esencial: la regulación monetaria".

Lo que viene a decir Rueff, pues, es que el sistema creditico puede *acuñar* de manera flexible nueva moneda –crear nuevos medios de pago– vistiendo como moneda bienes distintos del dinero y, a su vez, también puede *desacuñar* moneda –convertir medios de pago en bienes demandados por los usuarios– desvistiendo como moneda bienes previamente vestidos. Por tanto, si aumenta el atesoramiento de dinero (cuyo efecto debería ser aumentar el valor del dinero y reducir el precio del resto de bienes), el nivel de precios se puede estabilizar convirtiendo en medios de pago (en moneda) otros bienes distintos del dinero; si se reduce el atesoramiento (cuyo efecto debería ser reducir el valor del dinero y aumentar el precio del resto de bienes), el nivel de precios puede estabilizarse convirtiendo en bienes y servicios aquella porción de la moneda que ya no sea necesaria. Ahora bien, este proceso de monetización y desmonetización de activos es asimétrico: mientras que todo bien –presente o futuro– puede transformarse en moneda, no toda moneda puede transformarse en bienes presentes. Si la monetización se produjo originalmente contra bienes futuros, cuando se deba proceder a su desmonetización no encontraremos ningún bien presente "debajo del vestido"; dicho de otra manera, aunque es factible combatir la deflación monetizando todo tipo de activos, no hay manera de combatir la inflación desatada por una mala y previa monetización de activos. Como dice Rueff:

Una riqueza indeseada (…) puede siempre ser convertida en moneda, mientras que, por el contrario, una moneda indeseada sólo liberará al quitarle su vestido el cuerpo que oculta. Si este cuerpo no tiene más que un valor ilusorio, falsa riqueza o falso crédito, ninguna magia monetaria podrá obtener de la moneda lo que ésta no contenga (…). [Si se permite el descuento de falsos créditos], las autoridades que ejercen la regulación monetaria podrán evitar la reducción del índice general de precios, pero no su elevación.

Antal Fekete ha definido estos falsos créditos como aquellos que no sean autoliquidables. Tal como expone en su artículo *The Seventh Pillar of Sound Money and Credit: The principle of liquidity* (2005): "Podemos considerar el papel comercial como líquido si la mercancía recogida en la transacción subyacente es también líquida. En tal caso, diremos que el papel comercial es autoliquidable, porque la mercancía subyacente se habrá vendido a cambio de oro cuando el oro deba emplearse para liquidar el papel comercial. Por el contrario, un préstamo para financiar la construcción de un edificio ni es líquido ni autoliquidable, ya que puede tomar décadas hasta que los ladrillos y la argamasa inmovilizados en el edificio amorticen los costes de construcción". Los bienes líquidos que constituyen la base de deudas autoliquidables son, para Fekete, lo que, según vimos, Adam Smith denominaba el capital circulante social. Por ejemplo, en *Interest and Discount* (2007) lo describe como: "La masa de bienes terminados más urgentemente demanda por los consumidores y la masa de bienes semiterminados que se transformará rápidamente en los primeros. El capital circulante social debe moverse con suficiente velocidad por los distintos estadios de la producción y de la distribución como para haberse vendido al consumidor final a cambio de oro en menos de 91 días".

Lo que Fekete trata de decir es que no debería convertirse en moneda ningún bien que no pueda enajenarse en cualquier momento sin prácticamente pérdida de valor, pues en tal caso el sistema económico verá mermada su liquidez: en caso de que los agentes económicos deseen, como indica Rueff, deshacerse de parte de sus medios de pago y transformarlos en bienes presentes, no habrá manera de lograrlo, pues esos medios de pago sólo proporcionarán a muy largo plazo bienes presentes (que además no tienen por qué coincidir con los deseados en el momento en el que los agentes económicos deseen reducir sus saldos de caja). Para Fekete, los bienes monetizables deben ser susceptibles de ser desmonetizados sin pérdidas de valor justo en el momento en el que los agentes económicos deseen reducir su atesoramiento: es decir, aquellos bienes presentes que tengan una demanda muy intensa y que puedan venderse sin dificultades en cualquier momento. A este respecto, recordemos que, como vimos en la lección 2, el mayor vicio que cometió el mercantilista John Law fue el de querer convertir en moneda la producción futura reflejada en el valor presente de las tierras. En suma: sólo los créditos regulares autoliquidables, aquellos cuyo repago no pueda depender del ahorro forzoso de sus tenedores, deberían ser monetizados. El siguiente gráfico clasifica las distintas formas de crédito y nos indica cuál puede aspirar a convertirse en base de la moneda-crédito regular:

Sentado qué bienes deberían poder convertirse en moneda, ¿cuál es el proceso exacto de la monetización y de la desmonetización de los derechos de cobro de créditos autoliquidables? En este punto podemos retomar a Rueff. Según el economista francés, los agentes sólo pueden satisfacer su deseo de incrementar su atesoramiento de dos maneras: o aumentando sus ventas al contado o reduciendo sus compras al contado. Lo primero se traducirá en una reducción del nivel general de precios y lo segundo en un aumento de la oferta de créditos comerciales autoliquidables (de compras con cargo a promesas de pago basadas en la venta de bienes presentes y líquidos), lo que reducirá el precio de mercado de estos créditos comerciales y, por tanto, elevará su tipo de interés (tradicionalmente, este tipo de interés de créditos comerciales autoliquidables ha sido conocido como tipo de descuento). Si esta elevación del tipo de descuento de los créditos comerciales supera el tipo de interés al que están dispuestos a monetizar los bancos ese crédito comercial autoliquidable, entonces los agentes les "venderán" sus pagarés y sus letras al banco a cambio de los pasivos a la vista (billetes y depósitos) de ese banco. Así pues: "todo aumento de los saldos de caja deseados provocará una reducción de precios mientras el tipo de descuento de mercado sea inferior al tipo de descuento [de la banca], pero la baja llegará a su fin en el momento en el que el primero de estos tipos choque contra el segundo. A partir de este momento, todo suplemento de saldos de caja que siga siendo deseado por los agentes será proporcionado mediante la monetización de las riquezas que permanezcan indeseadas".

Cuando, por el contrario, los agentes deseen reducir su atesoramiento, deberán proceder a reducir sus ventas al contado o a aumentar sus compras al contado. Lo primero generará una tendencia a elevar el nivel general de precios y lo segundo reducirá la oferta de créditos comerciales autoliquidables, lo que desatará una tendencia a aumentar el precio de estos títulos y, por tanto, a reducir su tipo de descuento. Durante un tiempo, sin embargo, el alza de precios y la reducción del tipo de descuento no se verificarán, pues los bienes que fueron previamente monetizados se venderán o a cambio de dinero o a cambio de los pasivos bancarios emitidos con cargo a la monetización pasada: en ambos casos, el comerciante, al ser deudor del crédito comercial descontado por el banco, procederá a saldar esta deuda con la entrega de oro o de pasivos bancarios, minorando la oferta de moneda-crédito regular en paralelo al aumento de la oferta de moneda-dinero (es decir, el desatesoramiento de dinero se

compensará con la desaparición de parte de la moneda-crédito regular: la velocidad de circulación de dinero se estabilizará). Sólo si el desatesoramiento fuera más allá del nivel de atesoramiento y monetización de crédito comercial previo, asistiríamos a un incremento de precios (en realidad, tendríamos un aumento neto de la velocidad de circulación del dinero, es decir, una reducción neta de la demanda). Como indica Rueff: "La reabsorción de los fondos indeseados se realiza, pues, por un doble proceso: mientras su importe es inferior al de los vencimientos de descuentos anteriores, sin variación del nivel general de precios o del tipo de interés, por simple sustitución de efectos anteriormente vencidos; en el momento en el que lo sobrepase, por elevación del nivel general de precios".

Éste vendría a ser el proceso de regulación monetaria en aquellos sistemas donde los bancos se limitan a descontar créditos regulares autoliquidables. En la siguiente lección estudiaremos más de cerca las consecuencias de la monetización de créditos que no son autoliquidables, pues, aunque la más inmediata de ellas (y la única que Rueff supo ver) sea la inflación, existen otras todavía más importantes y menos evidentes.

Recapitulación

A lo largo de esta lección hemos expuesto por qué, siguiendo a Cannan, la demanda de dinero debe caracterizarse como atesoramiento de dinero y por qué, siguiendo a Wicksell, cabe conceptualizar el mayor uso de moneda-crédito regular como un incremento de la velocidad de circulación del dinero. A su vez, y siguiendo a la tradición cualitativa del dinero, también hemos expuesto cómo la oferta de moneda (tanto moneda-dinero como moneda-crédito regular) es capaz de autorregularse y de estabilizar los precios, algo que el establecimiento de un patrón monetario basado en la moneda-crédito irregular tendrá muy difícil conseguir tanto por la inherente inestabilidad de su demanda cuanto por la imposibilidad de regular adecuadamente la provisión de crédito regular. Así pues, bajo este prisma, el valor del dinero dependerá, como en el caso de cualquier otro bien, de su oferta (determinada por el stock acumulado de dinero y por su producción periódica) y de su demanda (determinada por la utilidad del dinero como medio de cambio y depósito líquido de valor y por la provisión de moneda-crédito regular que permita complementar la función de medio de cambio y, por tanto, reducir o evitar que aumente el atesoramiento necesario para ello). Un aumento de la oferta de dinero o una disminución de su demanda reducirán su valor (aunque de manera muy limitada, debido a su gran liquidez) y una reducción de la oferta o un aumento de su demanda lo incrementarán (aunque, de nuevo, de manera muy limitada).

Esta resumida explicación debería servirnos, en última instancia, para comprender por qué la llamada tradición cuantitativa del dinero es incapaz de explicar correctamente el valor del dinero, al ligar obsesivamente los cambios en el nivel de precios a los cambios en una oferta de dinero demasiado ampliamente definida.

Recordemos que la tradición cuantitativa incluye dentro del término de "oferta de dinero" categorías económicas tan distintas entre sí como la moneda-dinero, la moneda-crédito regular y la moneda-crédito irregular, como si todos ellos fueran activos equiparables en su nacimiento, crecimiento, reproducción y muerte. Tras estudiar la tradición cualitativa, hemos comprobado que la moneda-crédito regular no integra la oferta de moneda-dinero, sino que aumenta su velocidad de circulación y que la oferta de moneda-crédito irregular impide regular adecuadamente la provisión de crédito regular.

Pero si la crítica de la tradición cualitativa a la tradición cuantitativa se limitara a una redefinición de los conceptos de oferta monetaria y velocidad de circulación del dinero (crítica que en sí misma ya resultaría de enorme valor expositivo), uno podría aspirar a

armonizar ambas tradiciones apenas modificando algunas definiciones. Sucede, sin embargo, que ambas tradiciones son en el fondo irreconciliables. Tal como hemos visto, existen dos formar de aproximarnos a la tradición cuantitativa: la tradicional de Fisher y la moderna de Friedman. A su vez, también vimos que las hipótesis necesarias para validar la aproximación de Friedman eran más laxas que la de Fisher (cuya teoría no sería más que un caso particular de la de Friedman); por tanto, si somos capaces de probar que la perspectiva de Friedman es necesariamente errónea, también estaremos demostrando que Fisher se equivocaba.

Recuperemos para ello las dos hipótesis fundamentales sobre las que, para Friedman, se construye la teoría cuantitativa moderna: a) la demanda de dinero es estable; b) los factores que afectan a la oferta de dinero no afectan a la demanda de dinero. Si definimos dinero no cómo lo describe Friedman (básicamente, moneda-dinero, moneda-crédito irregular y ciertas formas de moneda-crédito regular) sino cómo sería propio hacerlo (moneda-dinero o, con muchos matices, como moneda-crédito irregular), entonces no cabe concluir que su demanda sea estable: no sólo porque la demanda de crédito-irregular sea potencialmente muy inestable, sino sobre todo porque las variaciones del crédito regular (especialmente cuando se lleven a descuento créditos que no sean autoliquidables) serán muy frecuentes a lo largo del ciclo económico y provocarán cambios bruscos e imprevisibles en la velocidad de circulación. En el siguiente gráfico podemos observar la velocidad de circulación para EEUU durante el último ciclo económico (definida como la relación entre el PIB estadounidense y la base monetaria, esto es, los billetes de dólares y los depósitos a la vista de la Fed). Puede observarse que la estabilidad no es precisamente la nota predominante durante esta década:

Velocidad de circulación en EEUU a partir de M0

Si, en cambio, definimos dinero tal como lo define Friedman, veremos que su velocidad de circulación es ciertamente mucho más estable:

Velocidad de circulación en EEUU a partir de M2

Pero en tal caso no podremos dar por buena la segunda hipótesis de Friedman: que los factores que determinan la oferta de dinero no determinan la demanda. Tal como hemos visto en el anterior epígrafe, el aumento de la demanda de dinero (de los saldos de caja deseados) dará lugar a un aumento de otras formas de "dinero" (en su definición cuantitativista) mediante una mayor monetización de moneda crédito-regular. De hecho, el propio Friedman reconoce en su ya referenciado artículo que su segunda hipótesis se ve contestada por los defensores de la teoría clásica de la Doctrina de las Letras Reales, que nosotros hemos defendido como válida en las lecciones anteriores (y cuya versión modernizada podemos encontrar en la exposición precedente de Rueff y Fekete): "La versión clásica criticando está hipótesis de la teoría cuantativa del dinero podemos encontrarla en la denominada Doctrina de las Letras Reales: la idea de que los cambios en la demanda de dinero dan lugar a cambios en la oferta de dinero y que la oferta de dinero no puede cambiar a menos que lo haga la demanda (o, al menos, que no puede hacerlo bajo ciertos marcos institucionales)".

Ya sea por un motivo o por otro, la teoría cuantitativa del dinero en su versión moderna debe ser rechazada y, por tanto, también debe serlo la teoría cuantitativa en su versión tradicional

expuesta por Fisher (para una crítica más detallada de los presupuestos de la teoría cuantitativa tradicional, asumiendo que los medios de pago basados en el crédito integran la oferta monetaria, puede leerse mi artículo *La refutación de la teoría cuantitativa*): las fluctuaciones súbitas en el valor del dinero no procederán tan sólo de su oferta y, por tanto, no será suficiente ni tampoco será necesario imponer rígidos límites *cuantitativos* a la oferta de dinero y de crédito para lograr estabilizar su valor. No será suficiente porque la demanda de dinero y de crédito puede desestabilizarse aunque la cantidad de moneda se haya congelado (por ejemplo, si se sustituye crédito solvente por crédito insolvente como base del sistema monetario y los agentes lo anticipan correctamente) y tampoco será necesario, pues la oferta de dinero puede cambiar a la vez que lo hace la oferta de bienes presentes (como expone la Doctrina de las Letras Reales). Como explica Melchior Palyi en su artículo *Liquidity* (1936):

Los controles sobre la oferta de dinero no son suficientes para controlar los precios o las fluctuaciones de la renta, dado que los cambios en la velocidad del dinero quedan fuera del ámbito de control. La política basada en los principios de la liquidez, en cambio, tiene la ventaja de que permite un control indirecto sobre la velocidad del dinero (…) Además, liquidez significa control cualitativo del crédito restringiendo la actividad especulativa del boom que tiende a aumentar la velocidad del dinero; también significa contrarrestar las tendencias hacia el atesoramiento propias de la depresión, gracias a la provisión de un volumen de crédito comercial estable y a la evitación de las liquidaciones forzosas y de los pánicos entre los bancos.

En definitiva, sólo la tradición cualitativa, al analizar correctamente la influencia de la oferta y de la demanda de las distintas formas de dinero y de crédito, puede proporcionar una adecuada explicación del valor del dinero. Acaso convenga aclarar, para finalizar, que las tradiciones cuantitativista y cualitativista no se insertan claramente en ninguna escuela económica: aunque podamos equiparar la Escuela de Chicago con la tradición cuantitativista, muchos otros autores de otras escuelas también se suman a ella; asimismo, si bien ciertos autores de la Escuela Austriaca se insertan con claridad dentro de la tradición cualitativa, otros (como Rothbard), formarán parte de la tradición cuantitativa. Es más, en cierto modo, muchos autores keynesianos, en tanto en cuanto enfatizan la volátil demanda de dinero en sus análisis, podrían considerarse cercanos a la tradición cualitativa, aun cuando se confundan al extraer sus implicaciones lógicas.

LECCIÓN 7 – LA TEORÍA DEL INTERÉS Y DEL CAPITAL

El pensamiento seminal de Carl Menger dio lugar a toda una rica tradición de pensadores que se agruparon en torno a la llamada Escuela Austriaca de Economía. El propósito de los economistas austriacos fue desarrollar la teoría económica a partir de los principios del marginalismo y del subjetivismo brillantemente expuestos por Carl Menger. En la lección 5 ya comprobamos que Menger se había centrado en analizar los intercambios al contado, esto es, la compraventa de bienes a cambio de dinero, de manera que apenas llegó a examinar el otro gran campo que representan los intercambios aplazados o intertemporales, a saber, los intercambios entre bienes presentes y bienes futuros.

Los discípulos de Menger, especialmente Eugen Böhm-Bawerk, sí fueron más exhaustivos a la hora de desarrollar una teoría sistemática de los intercambios intertemporales. En concreto, la atención de los economistas austriacos –y de otros que orbitaban en su entorno– giraba en torno a dos aspectos básicos de los intercambios intertemporales: cuáles son los términos en los que se producen esos intercambios entre bienes presente y bienes futuros; y de qué modo la renuncia a bienes presentes contribuye a generar estructuras de valor capaces de coordinar a los agentes en la producción de los bienes futuros más urgentemente deseados. El primer conjunto de reflexiones se agrupará dentro de lo que denominaremos teoría del interés; el segundo en torno a la llamada teoría del capital. A lo largo de las siguientes páginas, vamos a proceder a analizar con detalle cada uno de estos bloques temáticos y trataremos de complementar la visión austriaca del capital y del interés con las aportaciones de otras escuelas, hasta el punto de que caracterizaremos capital e interés como el estudio de los intercambios entre bienes con diversos perfiles temporales, de riesgo y de liquidez.

La teoría del interés

El desarrollo de la teoría del interés

Como ya tuvimos ocasión de estudiar en la lección 3, la teoría económica dominante anterior a Turgot había partido de la base de que el tipo de interés era un fenómeno esencialmente monetario: los intereses se pagaban sobre una suma prestada de dinero porque el dinero era escaso. Turgot modificó esa idea, mostrando que el interés no se pagaba por una suma de dinero, sino por el control temporal de los bienes presentes que podían adquirirse con el dinero prestado y a los que podía dárseles un uso productivo. Era esa productividad la que, para Turgot, justificaba el pago de intereses.

Sin embargo, esta idea de Turgot no sólo sufría de los problemas de planteamiento que ya tuvimos ocasión de comentar (¿por qué el precio de mercado de los factores productivos no aumentaba hasta recoger el valor monetario pleno que previsiblemente ostentarán los bienes futuros que fabriquen?), sino que simplemente sirvió para que Marx le terminara dando la vuelta: si lo que era escaso no era tanto el dinero, cuanto los medios de producción, al final lo que sucedía es que los capitalistas, propietarios de esos medios de producción, tenían capacidad para explotar a los trabajadores no remunerándoles de acuerdo con todo el valor que habían generado durante su tiempo de trabajo.

En realidad, ya comentamos que sólo el escocés John Rae había llegado a ofrecer, durante la primera mitad del s. XIX, una teoría bastante depurada sobre la naturaleza del interés: según Rae, para producir bienes futuros se hacía necesario sacrificar bienes presentes, pero el valor de los bienes futuros no era equiparable al de los bienes presentes por ser menos ciertos y

menos útiles. Esa diferencia de valor entre bienes presentes y bienes futuros se traducía en una prima de valor de los bienes presentes sobre los bienes futuros (o, desde otro ángulo, en un descuento de valor de los bienes futuros sobre los presentes) que constituiría, precisamente, el fenómeno del interés.

En las siguientes páginas vamos a explicar por qué la teoría de Rae es esencialmente correcta pero incompleta: en efecto, podremos caracterizar uno de los componentes del interés como el descuento valorativo por alejar nuestro consumo del momento deseado. O dicho de otro modo, los bienes temporalmente más cercanos a satisfacer nuestras necesidades cotizarán con una *prima* de valor sobre los bienes más alejados. Esa prima de valor es justamente la prima temporal que destacara Rae y que, como a continuación veremos, desarrollaron los economistas de la Escuela Austriaca: los bienes presentes se hallan más cerca de satisfacer nuestras necesidades que los bienes futuros y, *por tanto*, resultan más valiosos. Pero, en efecto, semejante exposición resulta incompleta. Primero, porque se basa en una visión lineal del tiempo: bajo determinadas circunstancias, la prima temporal no sólo puede emerger por retrasar el consumo con respecto al momento deseado, sino también por adelantarlo; segundo, porque existen dos otras primas valorativas que también justificarán la emergencia del fenómeno del interés y que, por desgracia, apenas merecieron la atención de los economistas austriacos, a saber, la prima de riesgo y la prima de liquidez.

Sólo a través del estudio de estas tres primas valorativas lograremos una comprensión plena sobre la naturaleza y la evolución del fenómeno del interés.

La prima temporal

Como decíamos, el análisis de Rae es fundamentalmente correcto y, de hecho, no será mejorado en profusión analítica hasta la aparición de *Capital e interés*, la obra de Eugen Böhm-Bawerk, el mejor discípulo de Menger, publicada en dos partes –*Historia y crítica de las teorías del interés*(1884) y *La teoría positiva del capital*(1889)– a finales del s. XIX. En *Historia y crítica de las teorías del interés*, Böhm-Bawerk se dedica a revisar y refutar todas las teorías sobre el interés que lo habían antecedido. Si bien reconoce los méritos de algunas de ellas (sobre todo la de Turgot, a quien dedicó su tesis doctoral, y la de Rae), el austriaco considera que, en general, todas las teorías del interés previas adolecen de un problema: no plantearlo como el resultado de un intercambio intertemporal entre bienes presentes y bienes futuros.

Böhm-Bawerk observa en *La teoría positiva del capital* que en todo mercado tiende a prevalecer la llamada "ley del coste", a saber, "el precio de mercado de los bienes reproducibles tiende a equipararse a largo plazo con sus costes de producción". Si en un sector económico el precio de venta de las mercancías se mantiene muy por encima de los costes medios de producción, aparecerán beneficios extraordinarios que atraerán a nuevos competidores, y estos nuevos competidores o bien reducirán el precio de venta (mayor oferta de la mercancía) o bien incrementarán esos costes de producción (mayor demanda de sus factores productivos) hasta que los beneficios extraordinarios desaparezcan.

Ahora bien, y eso es lo que llama la atención de Böhm-Bawerk, la diferencia entre el precio de venta y el coste medio de producción no desaparecerá *completamente*. A menos que el sector productivo sea ruinoso (en cuyo caso los costes superarán a los ingresos, esto es, aparecerán pérdidas), siempre subsistirá un diferencial (o spread) entre los precios y los costes. Böhm-Bawerk atribuye ese diferencial a la influencia que sobre el valor ejerce el tiempo. En efecto, los costes son sufragados con anterioridad al cobro de los precios (los factores productivos se contratan antes de tener lista y vendida su producción), lo que lleva a

que por necesidad estos no puedan coincidir: el tiempo influye sobre la valoración, por cuanto no es lo mismo disfrutar de un conjunto de bienes hoy que disfrutar de ese conjunto de bienes mañana: en el caso del dinero, no es lo mismo renunciar al dinero hoy que recuperarlo mañana (por necesidad, el dinero presente será más valioso que el dinero futuro).

De nuevo, pues, regresamos a la idea de prima valorativa por razón del tiempo. En particular, Böhm-Bawerk sostiene que “como regla general, los bienes presentes son más valiosos que los bienes futuros de igual clase y número. Esta proposición es el núcleo de mi teoría del interés”. Así es que, si los bienes presentes son más valiosos que los bienes futuros, cualquier individuo sólo aceptará renunciar a la disposición de los primeros a cambio de una mayor cantidad de los segundos: “[El que pide prestados bienes presentes a cambio de bienes futuros] tiene que pagar un ‘agio’ o una prima, y este agio es el interés. De este modo, el interés procede de un modo más directo de la diferencia de valor entre los bienes presentes y los bienes futuros”. Por ejemplo, un individuo puede valorar más 100 onzas de oro hoy que 100 onzas dentro de diez años, de manera que sólo renunciará a sus 100 onzas presentes a cambio de, verbigracia, 120 onzas dentro de diez años. Esa prima de valor de los bienes presentes sobre los futuros, cifrada en 20 onzas, se correspondería con el interés.

Ahora bien, ¿por qué los bienes presentes han de ser más valiosos que los bienes futuros? ¿Acaso no podría ser al revés y que, por tanto, los bienes presentes cotizaran con un descuento frente a los bienes futuros? Böhm-Bawerk ofrece tres razones (sus famosas *Drei Gründe*) por las que cabe pensar que, como regla general, los bienes presentes serán más valiosos que los futuros.

La primera es que existen diferencias entre las necesidades y la provisión de bienes en cada momento del tiempo, a saber, nuestras necesidades siempre son superiores a los bienes de que disponemos para satisfacerlas. El austriaco asume que la escasez relativa de bienes será normalmente más acusada cuanto más nos aproximemos al presente, por lo que los bienes presentes serán relativamente más útiles (y valiosos) que los futuros. Por supuesto, habrá casos en los que la provisión de bienes en relación con las necesidades será mayor en el presente que en el futuro, lo que en principio debería llevar a que se valoraran más los bienes futuros que los presentes; pero como normalmente será posible trasladar esos bienes (o su valor monetario) del presente al futuro, el valor de los más abundantes bienes presentes será, como poco, igual al de los bienes futuros. Sólo en aquellas no demasiado habituales situaciones en las que la correa de transmisión se rompa y en las que los bienes presentes sean relativamente más abundantes que los futuros, éstos devendrán más valiosos que aquéllos: “Aquellas personas que no estén tan bien provistas en el presente como esperan estarlo en el futuro, valorarán en más los bienes presentes que los futuros. Aquellas otras personas que estén mejor provistas en el presente de lo que esperan estarlo en el futuro, pero que tienen la ocasión de preservar los bienes presentes para utilizarlos en el futuro usándolos como un fondo de reserva para cualquier contingencia que pueda surgir entre tanto, valorarán los bienes presentes en la misma medida que los futuros o un poco por encima. Sólo aquella minoría de casos donde la comunicación entre el presente y el futuro esté trabada o amenazada por circunstancias peculiares, tendrán los bienes presentes un valor subjetivo inferior a los futuros”.

La segunda razón que ofrece el austriaco para justificar la prima de valor de los bienes presentes sobre los futuros es que tendemos a subestimar nuestras necesidades futuras con respecto a las presentes: “Constituye uno de los hechos más llamativos de nuestra experiencia el que asignamos un menor valor a los placeres y dolores futuros simplemente porque son futuros. Por tanto, a aquellos bienes que se destinan a satisfacer las necesidades del futuro les asignamos un valor inferior su futura utilidad marginal. Sistemáticamente subestimamos las

necesidades futuras y los bienes que destinamos a satisfacerlas". Los motivos de fondos por los que subestimamos las necesidades futuras con respecto a las presentes serían, primero, la insuficiente capacidad para prever todas nuestras necesidades futuras; segundo, un carácter impaciente y cortoplacista; y tercero, la brevedad y la incertidumbre de la vida.

Por último, la tercera razón que aduce Böhm-Bawerk es que los métodos de producción que acarrean más tiempo son en general más productivos que los métodos que acarrean menos tiempo: "Es un hecho elemental de nuestra experiencia el que los métodos de producción que toman más tiempo son más productivos. Es decir, dada una misma cantidad de factores productivos, cuanto más dure el proceso productivo, mayor cantidad de bienes futuros podrán obtenerse". Conviene aclarar que Böhm-Bawerk no afirma que todo incremento en la duración de un proceso de producción lo vuelva más productivo, sino que "entre los procesos de producción más duraderos siempre podremos encontrar algunos que sean más productivos". Como las oportunidades más rentables y que requieren menos tiempo (y menos disposición sobre bienes presentes) ya habrán sido explotadas hasta su saturación, sólo seguirá habiendo proyectos altamente rentables entre aquellos que requieran de una mayor provisión de tiempo (y de bienes presentes) y que, precisamente por ello, no hayan sido explotados hasta ese momento. Por consiguiente, disponer de los bienes presentes con anterioridad permitirá disfrutar de una mayor cantidad de bienes futuros en una determinada fecha, de ahí que tiendan a valorarse más intensamente los bienes presentes que los bienes futuros.

Estas tres razones pueden llevarnos a pensar que, como norma general, los bienes presentes serán más valiosos que los bienes futuros: sin embargo, fijémonos que en el análisis de Böhm-Bawerk no hay nada que impida que los bienes futuros sean más valiosos que los bienes presentes. El economista austriaco no lo consideraba probable —y, de hecho, en presencia de un dinero que permita trasladar valor del presente al futuro mediante el atesoramiento no será posible: como mucho, los bienes futuros serán tan valiosos como los presentes y por tanto la prima de valor intertemporal será nula— pero conviene remarcar ya desde el comienzo que su teoría no es incompatible con esta posibilidad, lo cual lejos de restarle fuerza le confiere un importante matiz subjetivista que luego retomaremos al caracterizar el descuento temporal como el descuento valorativo frente al momento de consumo óptimo (sea descuento por adelantar el consumo o por retrasarlo).

En cualquier caso, Böhm-Bawerk pensaba que las dos primeras causas que explican la existencia del interés actuaban acumulativamente: es decir, que si una persona está dotada con insuficientes bienes presentes y además subestima sus necesidades futuras, la prima de los bienes presentes sobre los futuros será muy superior que si sólo concurriera una de ambas circunstancias. Ahora bien, las dos primeras causas operaban con respecto a la tercera de manera alternativa: por ejemplo, si la primera y la segunda causa justifican conjuntamente una prima del 30% de los bienes presentes sobre los futuros y la tercera una del 20%, la que prevalecerá es la más alta del 30%; si, en cambio, la tercera justificara una prima del 40%, sería esta la que prevaleciera.

Años después, sin embargo, Irving Fisher criticó a Böhm-Bawerk afirmando que la tercera causa no era en realidad independiente de las otras dos: si la tercera causa se eliminaba pero seguían operando las dos primeras, el interés subsistía (la tercera causa sería una condición no necesaria del interés); si la tercera causa subsistía y las otras dos no, el interés desaparecería (la tercera causa no sería una condición suficiente). En realidad, la discusión entre Böhm-Bawerk y Fisher jamás debería haberse producido pues existía una casi completa coincidencia entre ambos autores que, extrañamente, ambos se negaban a reconocer. Ciertamente, si siempre pudiese incrementarse la producción de bienes futuros alargando la

duración de una inversión y si, además, no hubiese ninguna preferencia sobre la distribución temporal de ese consumo, entonces, como el propio Böhm-Bawerk reconocía, el período de producción se prolongaría indefinidamente (la producción se maximizaría en el infinito y nadie estaría dispuesto a renunciar a una producción futura mayor a cambio de una producción presente menor). Por tanto, Fisher tendría razón al afirmar que la tercera causa no podía operar con completa independencia sobre las otras dos.

Pero, de nuevo, Böhm-Bawerk no buscaba afirmar que la tercera causa pudiese ejercer su influencia con independencia, sino que, *cuando actuaba*, lo hacía con independencia (de manera alternativa) con respecto a las otras dos. Tal como Böhm-Bawerk le respondió a Fisher en *Further Essays on Capital and Interest*:(1921): "[Fisher] confunde 'no sin mí' con 'sólo a través de mí'. Admito que aquellos recursos invertidos en distintos momentos del tiempo sólo encuentran su 'punto de gravedad económica' si las dos primeras causas mueven ese centro de gravedad más cerca del presente. Pero al hacerlo sólo proporcionan la oportunidad para que la tercera causa ejerza toda su influencia sobre la valoración [de los bienes presentes]". Además, el austriaco explicaba que, aun cuando las dos primeras causas estuvieran ausentes, la propia demanda de factores productivos presentes para incrementar la provisión de bienes futuros tendería a volver los bienes presentes relativamente más escasos que los futuros, haciendo que la primera causa del interés (infraprovisión relativa de bienes presentes) reapareciera y ejerciera también su influencia sobre el interés (por eso, además, también resultaba muy complicado, aunque no imposible, que emergiera una prima temporal por adelantar el consumo en lugar de por retrasarlo). Fisher, en cambio, consideraba en su *La teoría del interés* (1930) que este ejemplo suponía, por el contrario, "un reconocimiento de que la tercera causa depende de la presencia de las otras dos".

No obstante, como decíamos, los dos economistas tenían razón: la causa de la *existencia* de la prima temporal que da lugar al interés sólo cabe buscarla en las dos primeras razones –si los agentes fueran indiferentes con respecto al momento de disposición de sus bienes, no podría haber interés–, pero la tercera razón sí contribuye decisivamente a *determinar* la intensidad de la prima de valor temporal y, por tanto, cuál es el tipo de interés: a saber, una intensa demanda de inversión puede volver más escasos los bienes presentes y más abundantes los futuros, modificando las escaseces relativas de bienes a lo largo del tiempo y, por tanto, intensificando la prima valorativa de los bienes presentes sobre los futuros. Probablemente, el punto de fricción quepa hallarlo en que Fisher consideraba impertinente distinguir entre los principios que explican la existencia del interés y aquellos que regulan su determinación (por cuanto existencia equivale a que la determinación del interés sea superior a cero), mientras que Böhm-Bawerk sí consideraba que eran dos cuestiones que requerían un tratamiento separado. Y obviamente requerían de un tratamiento separado: la existencia del interés estudia qué causas son condición necesaria o suficiente para que exista el fenómeno del interés, mientras que la determinación analiza qué otras causas, sin ser condiciones ni necesarias ni suficientes, concurren con aquellas que explican su existencia.

En definitiva, y siguiendo a Böhm-Bawerk, la prima temporal que da lugar al interés existirá porque, en general, los bienes presentes son preferidos a los bienes futuros. Las razones que explican esta preferencia estructural son la infraprovisión relativa de bienes presentes y la subestimación de nuestras necesidades futuras: ambas razones ligan, por cierto, con las más modernas teorías del *asset allocation* y de la economía conductual (en particular, con la miopía de los agentes económicos). Ahora bien, a estas dos razones hay que añadir una tercera –la mayor productividad de los métodos de producción que emplean un mayor tiempo– para explicar la intensidad de la preferencia de los bienes presentes sobre los bienes futuros; a saber, la demanda de inversión sobre factores productivos presentes también influye en la determinación del interés.

Por ejemplo, y por utilizar el ejemplo que emplea Böhm-Bawerk en *La teoría positiva del capital*: supongamos que un grupo de individuos (A1, A2, A3, A4…) está dispuesto a comprar 100 unidades de un bien presente a cambio de entregar sumas mayores de bienes futuros y que, por el contrario, otro grupo de individuos (B1, B2, B3, B4…) está dispuesto a vender 100 unidades de un bien presente a cambio de recibir sumas mayores de bienes futuros. El pago máximo de cada comprador de bienes presentes y el cobro mínimo de cada vendedor de bienes presentes aparece reflejado en la siguiente tabla:

Si estas fueran las preferencias, el precio de mercado para 100 bienes presentes quedaría fijado –por la pareja de compradores marginales A7 y A8 y por la pareja de vendedores marginales B7 y B8– entre 106 y 107 unidades de bienes futuros: por ejemplo, en 106,5. Eso significaría que el interés (la prima temporal de los bienes presentes sobre los bienes futuros) sería de 6,5 unidades, y el tipo de interés (la ratio entre la prima y los bienes presentes) sería del 6,5%. Como decíamos, si el tipo de interés existe es porque tanto los compradores como los vendedores valoran más los bienes presentes sobre los futuros (salvo B1, que es una *rara avis* que no modifica las conclusiones finales) por la primera o la segunda razón que aduce Böhm-Bawerk; pero el nivel concreto que alcance el interés dependerá no sólo de la primera y de la segunda razón, sino también de la tercera. Verbigracia, si todos los compradores de bienes presentes pasan a estar dispuestos a entregar todavía más bienes futuros porque han encontrado planes de negocio presentes extremadamente productivos, el precio máximo que estarán dispuestos a pagar por los bienes presentes subirá y, por tanto, también lo harán los intereses.

Habiendo descrito el interés como la prima de valor de los bienes presentes sobre los futuros, la implicación lógica será que el interés deberá estar presente en todos los intercambios intertemporales… *adopten la forma que adopten*. La mayoría de economistas previos a Böhm-Bawerk había restringido el fenómeno del interés a los préstamos en dinero, pero ya vimos que Turgot lo extendió a todos aquellos proyectos que implicaran adelantos de capital. El economista austriaco sigue esa misma línea, pero redefiniéndolo como un fenómeno propio de todo intercambio entre bienes presentes y futuros, incluyendo los intercambios intertemporales que se producen en el mercado laboral. Para Böhm-Bawerk, el capitalista ofrecerá bienes presentes (el capital con el que paga los salarios y paga la renta a los terratenientes) a cambio de recibir bienes futuros (los ingresos de las mercancías fabricadas), mientras que el trabajador o el terrateniente impaciente demandarán bienes presentes (salario o renta) a cambio de entregarle al capitalista bienes futuros (el fruto de su trabajo o de su tierra). La diferencia de valor entre los bienes presentes entregados y los bienes futuros recibidos –la diferencia de valor entre los costes incurridos y los precios recibidos– sería el beneficio del empresario, que no es más que otra forma de llamar al fenómeno del interés materializado en el mercado intertemporal de medios de subsistencia: "Hemos identificado todos los tipos y métodos de obtener interés y los hemos reducido a una misma fuente: el incremento de valor de los bienes futuros al ser reducidos a bienes presentes. Así sucede con el beneficio de los empresarios, quienes adquieren trabajo –el bien futuro que compran– a cambio de bienes de consumo. Así sucede con los terratenientes, los propietarios o los dueños de bienes duraderos, quienes aguardan a que vayan madurando los servicios futuros de los bienes que poseen, enajenándolos cuando han alcanzado su valor pleno. Y así sucede con los préstamos". Como luego veremos, este será el germen de la refutación de la doctrina de la explotación marxista a manos de Böhm-Bawerk.

En definitiva, a finales del s. XIX, Eugen Böhm-Bawerk ya había pergeñado una rigurosa teoría del interés basada en las preferencias marginales intertemporales de los agentes económicos que permitía explicar tanto el diferencial irreductible entre precios y costes cuanto servir de base para una más amplia teoría de la gestión patrimonial y de la riqueza. Sin embargo, por avanzada que fuera la teoría del interés de Böhm-Bawerk basada en la preferencia temporal, distaba de ser perfecta y completa. Y no lo era por diversos motivos: primero porque, como luego expondremos, Böhm-Bawerk dejó fuera de la explicación del interés a los fenómenos del riesgo y de la liquidez. Segundo, porque no desarrolló suficientemente cómo la productividad marginal del capital (su tercera causa) influía sobre la preferencia temporal y, por tanto, sobre el tipo de interés. Tercero, porque no incorporó adecuadamente la posibilidad de que hubiera distintos tipos de interés según el período temporal considerado. Y cuarto, porque debido a todo lo anterior le faltaba un barniz subjetivista a su visión del interés.

Pese a estas deficiencias, la teoría de Böhm-Bawerk supuso una auténtica revolución dentro de la ciencia económica decimonónica, hasta el punto de que fueron muy pocos los economistas que estudiaran el fenómeno del interés y no se consideraran a sí mismos discípulos del austriaco. Por supuesto, no todos los que se consideraron a sí mismos herederos de Böhm-Bawerk desarrollaron una línea de pensamiento que pueda reputarse verdaderamente seguidora de la del austriaco: en particular, algunos de sus discípulos desarrollaron la línea de pensamiento vinculada al descuento de valor intertemporal —en especial, Irving Fisher—, mientras que otros —muy significativamente, Knut Wicksell— prefirieron seguir el camino de la productividad marginal del capital olvidándose del descuento intertemporal. Y algunos otros de sus discípulos —como Joseph Alois Schumpeter— incluso optaron por rescatar del olvido las viejas doctrinas de los mercantilistas.

A continuación nos concentraremos en el estudio del primer grupo de economistas (los que desarrollaron las ideas böhm-bawerkianas en la tradición del descuento por valor intertemporal) y dejaremos la crítica a los otros grupos para más adelante.

Así, entre los discípulos intelectuales de Böhm-Bawerk que concedieran primacía a su primera y segunda razones para justificar la existencia del interés se hallan economistas de la talla de Frank Fetter, Irving Fisher, Ludwig von Mises, Murray Rothbard, Israel Kirzner o Antal Fekete. La posición fundamental de estos economistas, que se adscriben a lo que podríamos llamar "teoría pura de la preferencia temporal", es que la existencia de los tipos de interés se explica únicamente por la preferencia temporal, si bien sobre su determinación pueden influir otros factores (fundamentalmente, la productividad marginal del capital). La posición de todos estos economistas la resume perfectamente Israel Kirzner en *The Pure Time-Preference Theory of Interest: An Attempt at Clarification* (1993):

La observación común nos indica que la posesión de una determinada cantidad de capital permite, a través de su juiciosa inversión (por ejemplo, en una máquina) proporcionar un flujo continuo de renta (excluyendo su depreciación anual) sin perjuicio de la habilidad de ese fondo de capital para seguir siendo un flujo permanente de renta. El problema es explicar cómo puede suceder esto. A saber, ¿por qué el precio de mercado de la máquina (abonado por el capitalista en el momento de comprarla) no se eleva (a través de la competencia que ejerzan los otros capitalistas que quieran quedarse con ese flujo de renta neto sobre su coste) hasta el punto

en que desaparezca el excedente de las rentas recibidas sobre el precio pagado por la máquina?

Es decir, la cuestión es por qué si una máquina se espera que proporcione una renta de 100 onzas anuales durante diez años, su precio de mercado presente jamás se elevará hasta 1.000 onzas, sino que se quedará por debajo: por ejemplo, en 900 onzas (la pregunta es la misma que se planteaba Böhm-Bawerk cuando constataba que la ley del coste jamás se cumplía hasta sus últimas consecuencias). La diferencia irreductible entre las 900 onzas que se pagarán hoy por la máquina y la renta neta de 1.000 onzas que arrojará esa máquina a largo de la siguiente década es justamente el tipo de interés (en este caso, el tipo de interés anual medio sería del 1,96%). ¿Pero cómo es posible que la competencia entre los capitalistas no eleve el precio de la máquina hasta 1.000 onzas?

De acuerdo con este grupo de pensadores, la clave cabe buscarla en la primera y segunda razones aducidas por Böhm-Bawerk, a saber, la mayor valoración de los bienes presentes sobre los bienes futuros: lo que ellos llamarán la "preferencia temporal". Ahora bien, el acuerdo entre estos pensadores termina aquí: a propósito de las razones por las que, como norma general, los seres humanos prefieren los bienes presentes a los bienes futuros no habrá acuerdo. Como sabemos, Böhm-Bawerk lo atribuía a la infraprovisión de bienes presentes y a la subestimación de las necesidades futuras. Tanto Frank Fetter como Irving Fisher o Antal Fekete consideran que la preferencia temporal es una consecuencia de la relación entre fines y medios en cada momento del tiempo, lo que hará que no sea un fenómeno universal, pero sí uno muy generalizado. Mises y Rothbard, en cambio, intentan demostrar que la preferencia temporal es una categoría a priori que impregna toda la estructura de las acciones humanas. Así pues, entre los defensores de la teoría de la preferencia temporal pura encontramos dos grupos: aquellos que la consideran un elemento contingente de la acción humana y aquellos que la reputan un elemento necesario.

Por un lado, Frank Fetter concebía el interés como el resultado de un intercambio intertemporal entre rentas presentes y rentas futuras a través de la conversión de las primeras en riqueza: de ahí que denomine a su teoría una teoría de "la capitalización de rentas". En su artículo *Interest Theory and Price Movements*(1927), Fetter escribió que la preferencia temporal se debía "a la existencia de diferencias temporales en la disponibilidad de bienes específicos (y también de sus usos distintos) (…) La experiencia y la observación nos enseñan que en la inmensa mayoría de los casos, la preferencia de los bienes presentes sobre los futuros es muy intensa especialmente entre niños, salvajes y las masas". De ahí que la valoración de los bienes que componen esas rentas en distintos momentos del tiempo dependa de la escasez relativa de esos bienes con respecto a la importancia subjetiva de los fines que se dirigen a satisfacer, y de ahí que contemple la posibilidad de que haya "muchos bienes presentes menos valiosos para cualquier individuo que bienes futuros similares del mismo tipo y cantidad". Sin embargo, en esos casos Fetter pensaba que, como ya decía Böhm-Bawerk, el atesoramiento tendería a limitar la aparición de tipos de interés negativos.

Por otro, Irving Fisher mostró una perspectiva muy similar a la de Böhm-Bawerk y Fetter. No en vano, el anterior artículo de Fetter, *Interest Theory and Price Movements*, fue presentado y comentado y discutido en el trigésimo noveno congreso anual de la *American Economic Review* en 1927 por parte de diversos economistas, entre los que se hallaba Fisher, ya entonces afirmó que: "Existen muy pocas diferencias entre mí y el profesor Fetter. Prácticamente estoy de acuerdo en todo lo que ha dicho hoy a propósito de esta materia". Así, no extrañará que en su *La teoría del interés* (1930), Fisher repita casi punto por punto el análisis de Böhm-Bawerk y Fetter con muy escasas diferencias. De entrada, también concebía el intercambio intertemporal como un intercambio entre renta presente y renta futura mediada por el instrumento de la riqueza: "El capital es simplemente renta futura descontada o, en

otras palabras, capitalizada. El valor de cualquier propiedad o riqueza es su valor como fuente de renta y se puede calcular descontando su renta esperada". Fisher considera que existe un sentimiento de impaciencia (o preferencia temporal) por "un goce más temprano de la renta frente a un goce retrasado", y que el grado de esa impaciencia depende tanto de factores objetivos (el tamaño de la renta, su distribución temporal, su composición y el riesgo asociado a sus elementos futuros) como de elementos subjetivos (previsión, autocontrol, hábitos, esperanza de vida, preocupación por las generaciones futuras y modas), aclarando que "la preferencia temporal no siempre tiene por qué ser preferencia por los bienes presentes por encima de los bienes futuros; ante ciertas circunstancias, podría ser al revés. ¡La impaciencia podría ser en ocasiones negativa!".

Por último, Antal Fekete se suma a esta tradición de Fetter y Fisher dedicada a estudiar los intercambios intertemporales como intercambios entre renta y riqueza, llegando a rechazar la dicotomía de intercambios entre bienes presentes y futuros por no considerarla relevante para el análisis del interés. La idea fundamental de Fekete es que en toda sociedad existe un grupo de personas que necesitan transformar su renta en riqueza (los jóvenes que necesiten ahorrar para su jubilación) y otro grupo que necesita transformar su riqueza en renta (los ancianos que necesitan desahorrar por su jubilación); tales intercambios pueden efectuarse de manera directa o primitiva (atesoramiento y desatesoramiento de los bienes deseados) o de manera indirecta y sofisticada a través del mercado (intercambio de flujos de renta entre los agentes económicos). En ese sentido, resultaría concebible que aquellos individuos deseosos de acumular riqueza estuvieran dispuestos a capitalizar su renta a tipos de interés negativos (esto es, que valoraran los bienes futuros más que los bienes presentes), pero en tal caso el intercambio intertemporal indirecto desaparecería y sería sustituido por el mero atesoramiento de dinero, de ahí que el mínimo tipo de interés concebible con un dinero estable en valor sea del 0%. Como expone Fekete en *The Exchange o Income and Wealth* (2003): "Por conversión directa de renta en riqueza queremos decir atesoramiento, y por conversión directa de riqueza en renta queremos decir desatesoramiento de una mercancía consumible. Dado que las conversiones directas son engorrosas e ineficientes, la transición de un intercambio intertemporal directo a uno indirecto supone una mejora. El interés puede entenderse como la medida de esa mejora. En particular, interés del 0% significaría conversión directa: en tal caso, aquellos que tengan un excedente de riqueza no acometerían ninguna conversión indirecta sino que regresarían a su conversión directa. Es decir, se garantizarían el consumo diferido primero atesorando y después desatesorando".

Fekete, por consiguiente, también abre la puerta a que la preferencia temporal implique una preferencia por las rentas futuras sobre las rentas presentes, si bien es el atesoramiento de dinero el que evita que ese descuento en favor del futuro se llegue a materializar (pues adoptaría la forma de tipos de interés negativos y sería más conveniente atesorar simplemente dinero): la persona que desee una renta futura más tardíamente siempre dispone de la alternativa de convertir en riqueza sus rentas presentes mediante el atesoramiento (extrayendo su renta en el momento futuro deseado mediante el desatesoramiento), de modo que nadie puede inducirle a aceptar un descuento en su renta presente a cambio de acceder a renta futura. El interés surge, por el contrario, cuando se desea la renta presente en mayor medida que la futura y, por tanto, sólo se acepta convertir la renta presente en riqueza a cambio de una mayor cantidad de esa renta futura.

Por tanto, el elemento común de estos tres economistas es que el interés es un fenómeno vinculado a la conversión de renta presente en renta futura y que se halla limitado a un mínimo del 0% siempre que nos hallemos dentro de una sociedad capitalista que disponga de un dinero saludable que pueda ser atesorado. Ahora bien, precisamente porque lo esencial dentro de la teoría del interés es el intercambio entre flujos de renta presentes y flujos de renta

futuros, será indispensable que la teoría del interés incorpore la productividad marginal del capital como uno de los determinantes de la demanda de renta presente y de la oferta de renta futura. Es decir, una teoría que explique el descuento temporal exclusivamente a través de las preferencias intertemporales (primera y segunda razón de Böhm-Bawerk) sin tener en cuenta cómo la productividad del capital influye sobre esas preferencias intertemporales (la tercera razón de Böhm-Bawerk) sería a todas luces una teoría incompleta.

Como ya vimos, la tercera de las razones que daba Böhm-Bawerk para justificar el interés se basaba en la superior productividad de los medios de producción presentes sobre los medios de producción futuros. Aunque tanto Fetter como Fisher rechazaron este razonamiento del austriaco, ya analizamos cómo sus críticas estaban en gran medida infundadas. De hecho, tanto Fetter como Fisher admiten que la productividad marginal del capital influye sobre la determinación de los tipos de interés. Fetter, en *Interest Theories, Old and New* (1914), rechaza que la productividad del capital justifique la diferencia de valor entre los bienes presentes y bienes futuros, pero admite que sí influye a la hora de determinar la magnitud de esa diferencia de valor: "Desde luego, [la productividad técnica] posee alguna influencia sobre el tipo de interés, pero de un modo muy distinto al que asume la teoría de la productividad. La productividad técnica es uno de los elementos fácticos, físicos, morales o intelectuales que componen todas las circunstancias dentro de las que se ejerce la preferencia temporal". En este sentido, Fisher es mucho más claro. Por un lado, al igual que Böhm-Bawerk, critica las tradicionales teorías que pretenden explicar el interés por la productividad del capital:

La afirmación de que "el capital produce renta" sólo es cierta desde un punto de vista físico; pero no es cierta desde la perspectiva del valor. Es decir, el capital como valor no produce la renta como valor. Al contrario, es el valor de una renta lo que le da valor al capital. Un huerto valorado en 100.000 dólares no produce una cosecha anual de 5.000 dólares por el hecho de que el huerto valga 100.000 dólares, sino que el huerto vale 100.000 dólares porque produce una cosecha de 5.000 dólares anuales (y asumiendo un tipo de interés del 5%). Los 100.000 dólares son el valor descontado de la renta esperada de 5.000 dólares anuales.

Básicamente, lo que dice Fisher es que los bienes de capital generan la renta en un sentido físico, pero es el valor económico de esos bienes lo que dota de valor económico al bien de capital:

Ahora bien, aunque Fisher rechace esta concepción "ingenua" de la influencia de la productividad sobre el interés, no niega ni mucho menos que la productividad contribuya a determinar el tipo de interés. En concreto, Fisher acuña el concepto de "retorno sobre coste" para referirse a la rentabilidad esperada de las distintas inversiones: dado que las distintas modalidades de inversión modifican la renta futura esperada, la productividad del capital de las distintas modalidades alternativas de inversión por necesidad modificará la diferencia de valor entre los bienes presentes y futuros (el tipo de interés). Hoy en día, en la jerga financiera se denomina "tasa interna de retorno" (TIR) a ese "retorno sobre coste": básicamente, la rentabilidad media de una inversión por unidad de tiempo o la tasa que hace que el valor

presente de las entradas y de las salidas de caja de una inversión sea igual a cero. Lo que Fisher quiere indicar es que si el tipo de interés de mercado es del 5% y, de repente, aparecen numerosas inversiones con una TIR del 15%, por necesidad el tipo de interés de mercado aumentará: los empresarios necesitarán captar bienes presentes para acometer sus muy rentables inversiones y los captarán ofreciéndoles a los propietarios de esos bienes presentes unos tipos de interés por encima del 5% (y, al hacerlo, reducirán la disponibilidad de bienes presentes, lo que elevará todavía más su valor frente a los bienes futuros). Esto es, habrá un continuo arbitraje entre el tipo de interés y la TIR de los distintos proyectos de inversión y en ese arbitraje el tipo de interés de mercado quedará influido por la TIR (por la productividad del capital) y la TIR, a su vez, por el tipo de interés de mercado. Como expone Fisher:

Nuestras oportunidades externas de inversión nos urgen a posponer nuestra renta presente (a diferirla al futuro porque lograremos expandirla). La impaciencia es impaciencia por gastar, mientras que la oportunidad es oportunidad por invertir. Cuanto más invirtamos y pospongamos la satisfacción de nuestras necesidades presentes, más se reducirá la rentabilidad de nuestras oportunidades de inversión, pero más se incrementará nuestra impaciencia; cuanto más gastemos en gozar de nuestras necesidades actuales, menos impacientes seremos pero habrá oportunidades de inversión más rentables.

El caso más claro probablemente sea el de las invenciones: una vez aparece una nueva tecnología y es necesario implementarla, la demanda de capital presente (necesario para acometer las inversiones) aumentará ante la elevada TIR esperada de esos proyectos de interés, de manera que los tipos de interés tenderán a crecer temporalmente. De nuevo, Fisher describió adecuadamente este punto: "Es importante enfatizar los efectos *temporales* de las invenciones y descubrimientos a la hora de aumentar el tipo de interés. Este efecto sólo dura mientras la tasa de retorno sobre el coste sea elevada y tiente a la sociedad a alterar considerablemente la forma de su flujo de renta. Este período es el de desarrollo y explotación, durante el cual la sociedad sacrifica o invierte renta presente (…) sin que su renta pueda disfrutarse hasta pasados bastantes años".

Por último, Antal Fekete ha preferido exponer el papel de la productividad sobre el tipo de interés diciendo que el tramo máximo del tipo de interés de un intercambio entre renta y riqueza (su asked price) vendrá determinado por la productividad del capital (por la TIR), mientras que el tramo mínimo de ese tipo de interés (su bid price) vendrá determinado por la preferencia temporal. Cuando el tipo de interés de mercado supera la TIR de las inversiones, los capitalistas dejan depreciar su inversión, reinvirtiendo sus ingresos en el mercado de capital (haciendo que el tipo de interés caiga); cuando el tipo de interés de mercado cae por debajo de la preferencia temporal del ahorrador marginal, el ahorrador marginal deja de ahorrar y comienza a atesorar dinero (a convertir renta presente en riqueza de manera directa: atesorando).

La explicación de Fekete es, justamente, la que podemos observar en los mercados financieros. La teoría financiera moderna concibe la inversión como el proceso de arbitraje entre la TIR (la rentabilidad de las inversiones) y el wacc (el coste medio ponderado del capital, o la rentabilidad mínima que exige el ahorrador marginal para posponer su consumo presente e invertir). A largo plazo, es evidente que la presión competitiva tiende a equiparar el TIR y el wacc (es decir, la competencia empresarial tiende a eliminar los beneficios

extraordinarios por encima del coste del capital), pero nada impide que una compañía pueda generar una TIR superior a su coste de financiación durante un prolongado periodo de tiempo. En tales casos, de hecho, podremos decir que esta compañía está generando un valor intertemporal añadido. Es lo que G. Bennett Stewart III ha llamado Economic Value Added (EVA):

En palabras de Stewart en *En busca del valor* (1991): "El único indicador de gestión que explica cómo añadir valor a una empresa es el EVA. El EVA es un indicador del beneficio residual que deduce el coste del capital de los beneficios de explotación (…) El EVA se incrementará si los beneficios de explotación pueden aumentar sin utilizar más capital, si el capital nuevo se invierte en todos y cada uno de los proyectos que consigan ganar más que el coste del capital, y si se retira o se liquida el capital de las actividades de negocio que no cubren su coste de capital". La competencia de mercado presiona para que el EVA de toda la economía se reduzca a cero (es decir, que la rentabilidad de cada empresa sólo cubra el coste de capital), pero siempre puede haber empresarios que vayan dos pasos por delante del resto.

En suma, la línea de pensamiento de Fetter, Fisher y Fekete nos conduce a visualizar los intercambios intertemporales como un proceso más amplio de planificación financiera (*asset allocation*) por parte de cada agente económico. En tal caso, la preferencia temporal no constituye una característica universal de la estructura de fines del ser humano –los individuos no quieran satisfacer cuanto antes todos sus fines–, sino que se trata de un elemento contingente a la disponibilidad intertemporal de medios (renta) en relación con la importancia subjetiva de todos sus distintos fines vitales (accesibles mediante la acumulación intertemporal de medios, esto es, mediante su riqueza patrimonial). Sólo porque, como ya explicara Böhm-Bawerk, cada individuo suele adolecer de infraprovisión relativa de medios presentes (o más bien, de los medios más cercanos al presente) y una subestimación de las necesidades futuras (o más bien, de las necesidades más alejadas del presente), será habitual que los bienes presentes coticen con prima frente a los futuros; y, en todo caso, en presencia de un dinero con valor estable, no tendrá sentido que el tipo de interés (que el precio de conversión de renta en riqueza y de riqueza en renta) sea negativo. Además, este grupo de pensadores también reconoce que, como la renta futura no está dada sino que está por hacer, la tasa de rentabilidad de los negocios es uno de los elementos que determinan la prima temporal que compone el tipo de interés (como hacía Böhm-Bawerk con su tercera razón justificativa del interés).

La prima temporal no es, sin embargo, el único componente que integra el fenómeno del interés. Como ya indicamos, resulta necesario complementarla a través de dos primas adicionales: la prima de riesgo y la prima de liquidez.

La prima de riesgo

Böhm-Bawerk quiso explicar el tipo de interés como un fenómeno dependiente de la prima temporal de los bienes presentes sobre los bienes futuros. A su juicio, la incertidumbre asociada a todo intercambio intertemporal "no tiene ninguna conexión con el fenómeno del interés". Irving Fisher, sin embargo, opinaba distinto. Ya en la edición de 1907 de su libro *The Rate of Interest*, diferenciaba entre dos tipos de preferencia temporal: por un lado, la preferencia por una renta presente cierta sobre una renta futura cierta y, por otro, la preferencia temporal por una renta presente cierta sobre una renta futura incierta; a esta última la denominaba "tasa de preferencia temporal impura" y consideraba que "en individuos normales será mayor que cuando las rentas futuras son ciertas, y será tanto mayor cuanto

mayor sea el riesgo y la precaución a la hora de asumirlo". Fue, sin embargo, el economista Frank Knight, en su obra *Risk, Uncertainty and Profit* (1921), quien desarrolló más ampliamente la idea de que una de las dimensiones del interés era la prima de riesgo.

Aunque Knight, como luego expondremos, creía que el interés dependía en exclusiva de la productividad marginal del capital (y que, por tanto, la preferencia temporal no desempeñaba ningún papel), era de la opinión de que en un mercado libre era posible obtener rendimientos superiores a la rentabilidad media de la economía merced a la asunción de riesgos económicos: un rendimiento extraordinario que procedía del mayor descuento que se efectuaba sobre el coste de los factores productivos por no querer sobrepujar por ellos para emprender planes de negocio arriesgados.

En concreto, Knight comienza su libro distinguiendo entre dos tipos de probabilidades: aquellas que son parametrizables a priori (el riesgo de cada una de las caras de un dado) o mediante la observación de regularidades históricas y aquellas otras que no son parametrizables de ningún tipo porque constituyen eventos únicos. Al primer tipo de probabilidad la denominó probabilidad objetiva o riesgo y al segundo probabilidad subjetiva o incertidumbre: "La diferencia práctica entre las dos categorías, riesgo e incertidumbre, es que la distribución probabilística de la primera es conocida (ya sea a priori o mediante la estadística histórica), mientras que en la segunda eso no sucede, básicamente porque los eventos son de tipo único". Esta distinción entre probabilidad de clase (riesgo) y probabilidad de caso (incertidumbre) sería años después rescatada por el economista austriaco Ludwig von Mises en *La Acción Humana* (1949).

Dado que la incertidumbre no puede parametrizarse, los seres humanos hemos de buscar formas alternativas de protegernos frente a ella. Knight cita diversas estrategias aunque las esenciales, en torno a las que hace girar su libro, son dos: la consolidación y la especialización. La consolidación se refiere a la agrupación de riesgos con el propósito de redistribuirlos entre todas las potenciales víctimas: es lo que hacen las compañías de seguros (que si bien estiman una probabilidad objetiva de la ocurrencia del evento asegurado, su éxito se basa sobre todo en la constitución de grandes pools de clientes entre los que redistribuir no sólo el riesgo parametrizado, sino el no parametrizado). La especialización, por otro lado, se refiere a traspasar la gestión del riesgo a especialistas que saben manejarlo: un especulador en el mercado de materias primas sabe manejar, por ejemplo, la incertidumbre asociada a ese mercado mejor que un ciudadano profano en el tema. Desde un punto de vista agregado, sin embargo, la especialización tiene una ventaja sobre la consolidación: la especialización reduce los riesgos totales mientras que la consolidación sólo los redistribuye para hacerlos más llevaderos. Tal como expuso Knight:

Existe una diferencia fundamental entre el asegurador y el especulador o promotor: el asegurador conoce muy bien los riesgos asociados a un determinado evento —digamos, el riesgo de incendio de vivienda— pero el riesgo real del evento no se reduce porque lo gestione el asegurador. El riesgo del asegurador sólo es menor porque lo redistribuye entre un mayor número de agentes. Pero la transferencia del riesgo asociado a un error de juicio es otro asunto distinto: el empresario, especulador o promotor elimina la incertidumbre que suele afectar a las decisiones del hombre corriente al asumir él mismo la gestión de esa incertidumbre. En la medida en que sus conocimientos y sus juicios son mejores que los del hombre corriente —dado que él es un especialista—, el riesgo individual es menos

probable que degenere en pérdidas, más allá de los beneficios que puedan derivarse de agrupar y redistribuir los riesgos individuales entre un mayor grupo. Se da una mejor gestión, una mayor economización de los recursos, y una transformación de incertidumbre en certidumbre.

En este sentido, el empresario es el especialista encargado de hacer frente a la incertidumbre económica (que de acuerdo con Knight abarca dos extremos: la incertidumbre asociada a los procesos productivos y la incertidumbre asociada a la demanda final de los productos): su cometido es el de seleccionar aquellos planes de negocio, de entre todos los disponibles, que generan un mayor valor para los consumidores, asumiendo personalmente el riesgo de equivocarse. Por eso, para Knight el empresario no es una categoría profesional, sino una categoría económica: empresario es todo aquel que posee la responsabilidad última de gestionar la actividad económica: "La esencia de la empresa es la especialización en la función de 'gestión responsable' de la actividad económica, cuya característica esencial frecuentemente olvidada es la inseparabilidad de dos elementos: responsabilidad y control". Así, por ejemplo, un consejero delegado no sería realmente el empresario detrás de una compañía, sino que esa posición la ocuparía aquel grupo de accionistas que empresarialmente ha decidido contratar a ese consejero delegado y que sufrirían las pérdidas (y las ganancias) de sus errores: "Soportar la incertidumbre y el control responsable son fenómenos inseparables (…) La mayor parte de la incertidumbre y del poder de decisión se concentra en aquella forma de propiedad que se responsabiliza de garantizar contractualmente una renta al resto de rentistas y asalariados".

De la responsable gestión especializada de la incertidumbre surge la categoría económica de "beneficio": "El único riesgo que da lugar al beneficio es la incertidumbre resultante del ejercicio de esa responsabilidad última que, por su naturaleza, no puede ser asegurada, ni capitalizada, ni convertida en renta salarial. El beneficio emerge de la naturaleza inherente y absolutamente imprevisible de las cosas, emerge del hecho contundente de que los resultados de la actividad humana no pueden anticiparse y de que incluso el cálculo probabilístico es imposible o un sinsentido". Para Knight, la categoría de beneficio hace referencia al beneficio que se obtiene por encima de la tasa de retorno media sobre el resto del capital, esto es, hace referencia a un beneficio de tipo extraordinario, que emerge de gestionar la incertidumbre económica mejor que el resto de agentes: "El beneficio es el residuo restante después de pagarles a todos los factores productivos el precio determinado por la puja marginal del conjunto de los empresarios. Este residuo no es un residuo de la producción, sino el margen de error de cálculo de los empresarios y no empresarios que no lograron que los empresarios exitosos pagaran tanto por los factores productivos como podrían haber pagado".

Justamente, este último concepto es la clave de la concepción del beneficio empresarial de Knight: el no pagar a los factores productivos tanto cómo se les podría haber pagado. O expresado de otro modo: "Las rentas de los factores productivos le vienen dadas al empresario por la puja competitiva o marginalista que efectúan el conjunto de empresarios por la oferta de cada factor productivo. Que algún individuo en particular escoja ser empresario o no depende de su expectativa (suficiente como para actuar con convicción) de que puede generar un valor superior a los costes que le han sido fijados por la expectativa de valor que otras personas creían poder generar". Lo que Knight en el fondo está manejando es un concepto de descuento de las rentas futuras en el presente, aunque tamizado por su visión de que el interés derivaba de la productividad del capital: los empresarios van pujando por los factores productivos hasta que su coste rebasa aquel máximo que de forma arriesgada están dispuestos a asumir (o, desde la perspectiva de Knight: los empresarios más hábiles pueden usar más productivamente a los factores que contratan a un coste fijo). Por ejemplo, si un empresario estima muy incierto que, contratando a un trabajador, logre en un año ingresos monetarios de

1.000 um, no estará dispuesto a abonarle un salario muy elevado (verbigracia, 700 um), ya que en caso contrario estaría soportando una enorme incertidumbre económica a cambio de nada; si, por el contrario, otro empresario cree conocer un método muy seguro de lograr un ingreso anual de 1.000 um, el precio máximo al que estará dispuesto a pujar por el trabajador se incrementará (verbigracia, 950 um). Fijémonos que, aun cuando se trate de un intercambio intertemporal (renta presente a cambio de renta a un año), la clave de la variación del descuento reside esencialmente en la distinta percepción de la incertidumbre de uno y otro empresario.

Así, el descuento implicado en el intercambio de rentas inciertas y rentas ciertas a través de la acumulación de riqueza supone la existencia de un diferencial o interés entre ambas, tal como también lo suponía el intercambio de rentas presentes por rentas futuras. Se hace necesario, pues, incluir una segunda dimensión entre los determinantes del tipo de interés: la aversión al riesgo. Cuanto menos fobia al riesgo posea un individuo, más estará dispuesto a pagar para adquirir rentas inciertas; asimismo, cuanto más mejore su comprensión de la realidad y menos arriesgado repute el participar en ciertos intercambios, menos inciertas le parecerán las rentas y, por tanto, menor descuento les aplicará.

La prima de liquidez

Como ya tuvimos ocasión de analizar en la lección 2, los mercantilistas atribuían el fenómeno del interés al atesoramiento de dinero. Aunque los economistas clásicos lograron desterrar esta concepción sobre la naturaleza del interés del centro del debate económico, la idea nunca llegó a desaparecer por entero, hasta el punto de que durante el siglo XX terminó por convertirse en dominante.

El primer gran economista que en el s. XX contribuyó a reavivar esta tradición mercantilista sobre el interés fue Joseph Schumpeter en su libro *The Theory of Economic Development* (1911 [1934]), quien, como luego desarrollaremos, explicaba el interés como la remuneración empresarial al poder adquisitivo atesorado por los capitalistas. Pero, sobre todo, el economista que más decisivamente resucitó la visión mercantilista del interés fue John Maynard Keynes en su *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* (1936). Y aun cuando, en términos generales, la teoría keynesiana del interés sea errónea por tremendamente incompleta, de su derivación se desprende el último de los componentes que integran el fenómeno del interés: la prima de liquidez.

Según Keynes, todas las doctrinas que pretenden derivar el interés a partir de la preferencia temporal yerran en tanto en cuanto olvidan que, una vez el agente económico ha decido en función de su preferencia temporal qué porcentaje de su renta decide no consumir, debe posteriormente escoger qué porcentaje de ese ahorro lo mantiene en forma líquida y cuál lo destina a ejecutar intercambios intertemporales. Es esa segunda decisión, que no depende de la preferencia temporal sino de la *preferencia por la liquidez*, la que a juicio de Keynes determina verdaderamente el interés:

El error de las teorías más aceptadas sobre el interés reside en pretender derivar la preferencia temporal psicológica únicamente de la propensión a ahorrar, olvidándose de la preferencia por la liquidez. Un error que debe ser reparado.
Debería ser obvio que el tipo de interés no puede ser un retorno por ahorrar o por esperar sin más. La persona que mantiene sus ahorros en

saldos de tesorería no obtiene ningún interés, aun cuando ahorra tanto como quien los invierte. (…)
Siendo el tipo de interés una recompensa por desprenderse de la liquidez, constituirá una medida de la renuencia de desprenderse del control líquido sobre el dinero por parte de quienes lo poseen. El tipo de interés no es el precio que equilibra la demanda de recursos para invertir con la predisposición de abstenerse de consumir. Es el precio que equilibra el deseo de mantener la riqueza en forma de tesorería con la cantidad disponible de tesorería (lo que implica que si el tipo de interés fuera demasiado bajo y, por tanto, se redujera la recompensa de renunciar a la liquidez, la cantidad agregada de tesorería que el público desearía mantener en tesorería excedería la oferta y si, en cambio, el tipo de interés aumentara, habría un excedente de caja que nadie querría mantener). Si esta explicación es correcta, los dos factores que determinarán el tipo de interés existente serán la cantidad de dinero y la preferencia por la liquidez.
Para Keynes, los motivos que pueden llevar a los ahorradores a atesorar en lugar de a invertir son básicamente tres: la demanda de dinero con motivo de transacción, la demanda con motivo de precaución y la demanda con motivo de especulación. De las tres, Keynes otorga especial importancia a la demanda especulativa: cuando una parte importante de los tenedores de bonos considere que los tipos de interés van a subir en el futuro, optarán por atesorar dinero en lugar de invertirlo en activos financieros, lo que incrementará los tipos de interés del dinero o, al menos, impedirá que se reduzcan más. La teoría keynesiana, pues, establece una relación directamente proporcional entre tipos de interés y preferencia por la liquidez: a más preferencia por la liquidez, mayor tipo de interés (ya que si el tipo de interés no cubre la prima de liquidez, el inversor preferirá atesorar).

Años más tarde, James Tobin le proporcionó a la preferencia por la liquidez una base teórica más general dentro del marco keynesiano: en su artículo, *Liquidity Preference as Behaviour Toward Risk* (1958), Tobin sostiene que no es necesario explicar la preferencia por la liquidez apelando, como hacía Keynes, a ciertas hipótesis sobre las expectativas de los inversores (en concreto, que parte de la comunidad inversora esperara que los tipos de interés futuros serán superiores a los tipos de interés actuales). Tobin, en cambio, justifica la preferencia por la liquidez en la incertidumbre de los inversores sobre cuáles serán los tipos de interés futuros: el dinero es un activo financiero libre de riesgo que integrará —en mayor o menor medida— la cartera de los inversores en un determinado porcentaje porque posee la ventaja de ser inmune a cualquier cambio en los tipos de interés; de ahí que la única forma de inducir a los inversores a que infraponderen el activo financiero “dinero” dentro de sus carteras (y a que sobreponderen el peso de los otros activos financieros) sea mediante aumentos en el tipo de interés del resto de activos financieros: es decir, sólo si los tipos de interés cubren la preferencia por la liquidez, el inversor optará por degradar su liquidez invirtiendo en activos financieros.

Como decíamos y expondremos más adelante, la teoría keynesiana del interés es errónea, pero lo es por incompleta, esto es, por considerar que los tipos de interés sólo dependen de la prima de liquidez, olvidándose de la prima temporal y de la prima por riesgo. Pero, en cualquier caso, lo cierto es que la prima de liquidez sí integra el wacc: un individuo tremendamente adverso a degradar su liquidez, puede estar dispuesto a renunciar a rentabilidades estratosféricas a cambio de mantenerse líquido. Por ejemplo, si el wacc de

todas las inversiones fuera del 50% como consecuencia de una elevada prima por la liquidez, la TIR de cualquier inversión no podría bajar del 50%: sería un caso en el que el ahorrador marginal determina un tipo de interés muy alto debido a, en esencia, una alta preferencia por la liquidez.

En realidad, la preferencia por la liquidez podría explicarse como una combinación entre la preferencia temporal y la aversión al riesgo: uno prefiere estar más o menos líquido en función del momento futuro en el que desee efectuar sus gastos y de la certeza con la que desee realizarlos. Sin embargo, puede ser interesante desde un punto de vista analítico diferenciar la preferencia por la liquidez de la preferencia temporal y de la aversión al riesgo para separar aquella parte de la prima temporal y de la prima de riesgo que depende específicamente de un riesgo muy específico: el riesgo de no poder convertir tu riqueza en renta antes de lo previsto (esto es, el riesgo de no poder deshacer anticipadamente tu inversión). Así, llamaremos prima de la liquidez a aquella rentabilidad mínima que exige el ahorrador no por posponer la satisfacción de sus necesidades (preferencia temporal) o por verlas frustradas definitivamente (aversión al riesgo), sino por la dificultad para modificar a posteriori su plan de acción antes de que concluya el plazo al que originalmente se invirtió; es decir, llamaremos prima de liquidez a la rentabilidad mínima exigida como consecuencia de la aversión a un riesgo específico: el riesgo de que la preferencia temporal o la aversión al riesgo del agente cambien después de que se haya comprometido con la inversión.

Nótese que el cambio en la preferencia temporal o en la aversión al riesgo del agente puede venir motivada por cambios en la preferencia temporal o en la aversión al riesgo *de otros agentes*: si, por ejemplo, los inversores futuros están dispuestos a pagar tipos de interés más elevados porque desean controlar capital con más urgencia, el ahorrador individual que ha comprometido su capital a inversiones a largo plazo de bajo rendimiento, querrá deshacerse de esa inversión para reinvertir su capital a tipos de interés más altos, no podrá proporcionarles ese capital salvo asumiendo un coste elevado para deshacer anticipadamente su inversión de bajo rendimiento. En este sentido, la incertidumbre sobre los tipos de interés futuros (sobre la preferencia temporal y aversión al riesgo de otros agentes) sirve también para explicar la preferencia por la liquidez (siguiendo la estela de Tobin), si bien no será su único motivo: en general, todo aquello que pueda inducir al ahorrador a querer modificar ex post su plan de inversión, le motivará a valorar la liquidez.

Así pues, la prima de liquidez dependerá de dos factores: por un lado, la probabilidad esperada por el agente de querer modificar sus planes de inversión en el futuro (a menor probabilidad, menor prima de liquidez; a mayor probabilidad, mayor prima de liquidez); por otro, del quebranto esperado que derive de esa modificación (a menor quebranto esperado, menor prima de liquidez; a mayor quebranto esperado, mayor prima de liquidez). Ahora bien, tal como estudiaremos en la lección 8, no todos los motivos que pueden conducir a una rebaja de la prima de liquidez serán agregadamente consistentes: en particular, si todos los agentes reducen su prima de liquidez porque sus expectativas de modificar sus planes de inversión son erróneamente bajas (por ejemplo, porque esperan que sus planes de inversión sean más exitosos de lo que realmente serán) o, en su caso, sus expectativas sobre el coste de modificarlas son erróneamente reducidas (porque, por ejemplo, esperan poder endosar sus activos a un tercero), es obvio que, llegado el caso de que todos necesiten mejorar su liquidez, no todos podrán hacerlo, frustrándose buena parte de sus planes de negocio.

El cambio en el poder adquisitivo del patrón monetario

Hasta el momento, hemos supuesto que el patrón monetario en el que efectuábamos el intercambio entre renta presente cierta y renta futura incierta mediado por una riqueza ilíquida

mantenía su poder adquisitivo constante, pero esto no tiene por qué ser así. En este sentido, sabido es que la depreciación del patrón monetario de una deuda perjudica al acreedor y beneficia al deudor (ya que el deudor le devuelve al acreedor un bien menos valioso del que recibió originalmente), mientras que la apreciación del patrón monetario beneficia al acreedor y perjudica al deudor (ya que el deudor le devuelve al acreedor un bien más valioso del que recibió originalmente).

Ahora bien, precisamente por lo anterior, si el ahorrador prevé inflación o deflación en el poder adquisitivo del patrón monetario, exigirá un tipo de interés nominalmente superior o inferior al que requeriría en ausencia de cambios esperados en el poder adquisitivo del patrón monetario. Irving Fisher fue el primer economista en descubrir que esta prima de inflación esperada sería incorporada al tipo de interés de mercado en lo que posteriormente se ha conocido como "la ecuación de Fisher": a saber, el tipo de interés nominal en el mercado (i) será igual tipo de interés real que prevalecería si el dinero mantuviera su valor (r) más la

prima de inflación (o deflación) esperada ( ).

Tal como lo dejó escrito Fisher en *La teoría del interés* (1930): "El tipo de interés nominal y el tipo de interés real son normalmente idénticos; es decir, los dos coincidirán cuando el poder adquisitivo del dólar en relación con el coste de la vida se mantenga constante o estable. Cuando no lo sea, el tipo de interés recogerá en cierta medida la apreciación o depreciación". Así pues, la prima de inflación o deflación esperada deberá ser incorporada a la determinación del tipo de interés de mercado.

Pero lo más interesante del razonamiento de Fisher no es tanto que descubriera el concepto de prima por inflación o deflación esperada, sino cómo llegó a él. En este sentido, Fisher reflexiona acerca de cómo se determinarían los tipos de interés de dos bienes distintos que variaran de valor entre sí. Por ejemplo, uno podría plantearse cuáles son las interrelaciones entre el tipo de interés del oro y el tipo de interés de los tomates (cuántas toneladas de tomates futuros se ofrecen por una determinada cantidad de tomates presentes), sobre todo cuando el precio relativo entre el oro y los tomates cambia. Y, básicamente, la conclusión a la que llega Fisher es que la prima temporal y de riesgo de ambos bienes sería la misma, pero que sus tipos de interés diferirían por la apreciación relativa de uno sobre otro (la prima de inflación o deflación): "Si el patrón monetario siempre se mantuviera estable con respecto al resto de los bienes, el l tipo de interés expresado en términos de dinero sería el mismo que el expresado en forma de bienes. Por el contrario, cuando el dinero y los bienes cambian de valor con respecto al otro —en otras palabras, cuando el patrón monetario se aprecia o deprecia en términos de los bienes— los tipos de interés del dinero y de los bienes serán bastante distintos y, además, el tipo de interés monetario se verá influido por la apreciación o la depreciación".

Por ejemplo, si 100 onzas de oro presentes se intercambian hoy por 100 toneladas de tomates y, a su vez, se intercambian por 105 onzas dentro de un año, esas 100 toneladas de tomates se intercambiarán por 105 toneladas de tomates futuros siempre que asumamos que el precio de los tomates en términos de oro no variará durante ese año. En tal caso, podríamos decir que el tipo de interés del oro expresado en oro es del 5% y que el tipo de interés de los tomates expresado en tomates es, también, del 5%. Nótese que si, bajo estas condiciones, el tipo de interés del oro se situara en el 2% y el de los tomates en el 5%, habría un arbitraje entre ambos que los llevaría a igualarse: los inversores pedirían prestado oro 100 onzas de oro hoy al 2% y las utilizarían para comprar 100 toneladas de tomates presentes que, inmediatamente,

entregarían en préstamo para recibir 105 toneladas de tomates en un año, las cuales podrían ser vendidas por 105 onzas de oro, suficiente como para amortizar la deuda de 102 onzas de oro; por esta vía, el precio presente de los tomates aumentaría y su precio futuro se reduciría, estrechándose el interés (asimismo, el precio poder adquisitivo del oro presente bajaría y el del oro futuro subiría). Lo mismo cabría decir con respecto a qué sucedería si el tipo de interés de los tomates cayera al 2% y el del dinero se mantuviera en el 5%: el inversor pediría prestadas 100 toneladas de tomates, las vendería por 100 onzas de oro, prestaría esas onzas de oro al 5% y, al cabo de un año, usaría las 105 onzas de oro para recomprar 105 toneladas de tomates con las que amortizar su préstamo de tomates.

Ahora bien, si los precios relativos de los bienes se espera que cambien, la igualdad nominal entre los tipos de interés ya no se mantendrá. Por ejemplo, si se espera que dentro de un año 100 toneladas de tomates tengan un precio de 102 onzas de oro, el tipo de interés nominal del oro y de los tomates ya no coincidirá en el 5% en ambos casos. En tal circunstancia, el tipo de interés de los tomates tendrá que corregirse a la baja por su apreciación con respecto al oro y el tipo de interés del oro tendrá que corregirse al alza por su depreciación con respecto a los tomates. Verbigracia, el tipo de interés del oro podría elevarse del 5% al 7%, de manera que al vender las 105 toneladas de tomates dentro de un año se obtuvieran 107 onzas de oro con las que amortizar el préstamo.

En ambos casos, habrá una divergencia entre el tipo de interés del oro (7%) y el de los tomates (5%), que se corresponderá con la prima de inflación o deflación esperada. Otra opción sería que el tipo de interés de los tomates se redujera del 5% al 3%, de manera que la venta de 103 toneladas de tomates en un año proporcionara 105 onzas de oro. En equilibrio, cualquiera de estas dos divergencias terminaría necesariamente desapareciendo: si el precio de 100 toneladas de tomates se quedara permanentemente en 102 onzas de oro, 100 onzas de oro presentes podrían comprar sólo 98 toneladas de tomates: por tanto, un intercambio de 100 onzas de oro presente por 105 onzas de oro futuras proporcionaría el mismo tipo de interés (5%) que el intercambio ente 98 toneladas de tomates presentes por 103 toneladas de tomates futuras. Por eso, una vez la apreciación o depreciación del patrón monetario se detiene, el tipo de interés nominal vuelve a coincidir con el real para un mismo patrón monetario.

A primera vista, las implicaciones de este descubrimiento parecerían ser muy revolucionarias. Como expuso Fisher: “En teoría, existen tantos tipos de interés expresados en términos de bienes como clases de bienes que divergen de valor entre sí”. Sin embargo, Fisher no le concedió mayor importancia al asunto: cuál sea el tipo de interés de los tomates en términos de tomates o de las fresas en términos de fresas tenía escasa importancia allí donde el dinero actuaba como patrón monetario y donde, por consiguiente, todos los tipos de interés de todos los bienes se referenciaban en dinero: “El principio de que el interés depende del patrón monetario en el que está establecido sería más evidente si fuera habitual hacer préstamos en términos de otros patrones distintos al dinero. Pero la práctica habitual es que el tipo de interés se exprese en los contratos de préstamo en términos de dinero y que rara vez se traduzca a otros bienes, salvo después de que el préstamo haya vencido, cuando ya es tarde para estipular compensaciones por la apreciación o depreciación del dinero. Si el tipo de interés monetario

se ajustara de manera perfecta a las variaciones de su poder adquisitivo (o, lo que es lo mismo, si esas variaciones fueran conocidas de antemano de manera perfecta y por todos), esta relación no tendría importancia práctica alguna y su relevancia quedaría circunscrita al ámbito de la teoría". Es decir, un patrón monetario asentado en el dinero permite unificar las primas temporales (y de riesgo) de todos los bienes económicos, debiendo únicamente corregirse la apreciación y depreciación del patrón monetario en el que se expresan esas primas temporales.

Como vemos, pues, Fisher le atribuyó una escasa relevancia práctica a su descubrimiento, más allá de los problemas que puedan surgir a la hora de anticipar las variaciones del poder adquisitivo del dinero. Y, sin embargo, pocos años después de que Fisher formalizara su hallazgo, uno de los debates intelectuales de mayor enjundia durante la década de los 30 se centró en la incomprensión y mala interpretación de este enunciado de Fisher: nos referimos al debate entre Piero Sraffa y Friedrich Hayek en torno a los tipos de interés naturales.

El economista austriaco Friedrich Hayek construyó su teoría del ciclo económico (de la que hablaremos más extensamente en la lección 8) sobre el concepto de "tipo de interés natural", que tomó prestado de Knut Wicksell. Tal como resumió Hayek en *Precios y producción* (1931): "La teoría de Wicksell afirma lo siguiente: si no fuera por las distorsiones monetarias, el tipo de interés se determinaría de tal manera que la oferta y la demanda de ahorros se igualaran. Yo prefiero denominar a este tipo de interés como 'el tipo de interés de equilibrio', si bien Wicksell lo llamaba tipo natural. En una economía monetaria, el tipo de interés monetario no coincidirá con el tipo de interés natural porque la demanda y oferta de capital no se producen en su forma natural, sino en la forma de dinero; un bien cuya cantidad puede ser modificada arbitrariamente por los bancos". En otras palabras, Wicksell entendía por tipo de interés natural aquel que simplemente reflejaba la prima temporal en los intercambios (como luego veremos, Wicksell hacía depender erróneamente esa prima temporal de la productividad marginal del capital, pero ahora mismo esto no resulta relevante).

Básicamente, lo que Wicksell y Hayek estaban diciendo era que la variación de la oferta y demanda de dinero (manipulable según ellos a través del crédito bancario) conduciría a la estructura de tipos de interés a una situación de desequilibrio (que para Hayek sería la causa última del ciclo económico). Dicho de otra manera, Wicksell y Hayek pensaban, como Fisher, que las variaciones del poder adquisitivo del dinero harían divergir el tipo de interés de mercado (o tipo de interés nominal) del tipo de interés natural (o tipo de interés real). Ahora bien, el modo en el que Hayek expresó y desarrolló esta idea fue muy desafortunado: primero, porque confundió oferta de dinero con oferta de crédito (siguiendo los errores de la Escuela Monetaria) y segundo, y principal, porque equiparó tipo de interés natural con el tipo de interés que prevalecería en una economía no monetaria (esto es, en una economía en la que todos los intercambios intertemporales se produjeran en especie) y consideró que ese tipo de interés natural podría ser como referencia de equilibrio económico para los cambios desequilibrantes de la cantidad de dinero en una economía monetaria.

Fijémonos en el error de Hayek: que, gracias al arbitraje, la prima temporal y de riesgo que impregna todos los intercambios intertemporales sea única (y, si lo queremos, "natural") no significa que el tipo de interés de mercado de todos los bienes sea único en situaciones de desequilibrio no necesariamente causadas por cambios en la cantidad de dinero. Cuando cambie la oferta o la demanda de algún bien, su precio relativo con respecto a los demás cambiará y su tipo de interés propio deberá considerar el cambio de su poder adquisitivo con respecto al resto de los bienes (prima de inflación o deflación esperada). Esta idea, que estaba bien desarrollada e hilada en la obra de Fisher, no estaba adecuadamente expuesta en la obra

de Wicksell, sobre la que Hayek elaboró sus ideas y, al hacerlo, el economista austriaco dejó un enorme flanco abierto a la crítica, que rápidamente fue aprovechado por el italiano Piero Sraffa. Ciertamente, y como ahora veremos, la crítica de Sraffa fue deshonesta, ya que éste era un error casi irrelevante para el modelo hayekiano (cuyo estudio pretendía analizar cómo el crédito bancario podía distorsionar las primas temporales y de riesgo, descoordinando a ahorradores e inversores, con independencia del efecto que ello pudiera tener sobre el valor del patrón monetario), pero Hayek fue muy poco prudente a la hora de dejar ese importante flanco al descubierto.

En concreto, en *Dr. Hayek on Money and Capital* (1932), Sraffa le reprochó a Hayek que no existía un tipo de interés natural que fuera único para todos los bienes y que, por consiguiente, cualquier alteración de la oferta o de la demanda particular de un bien alteraría a su vez el tipo de interés natural de ese bien:

Una confusión básica [de Hayek] es su idea de que las divergencias entre tipos de interés sólo pueden darse en una economía monetaria: una confusión que está implícita incluso en la terminología que adopta, donde identifica el tipo de interés "vigente en el mercado" con el "monetario" y el tipo de "equilibrio" con el "natural". Si el dinero no existiera, y los préstamos se efectuaran en forma de toda clase de mercancías, habría un único tipo de interés que satisfaría las condiciones de equilibrio, pero podría haber en cada momento tantos tipos de interés naturales como mercancías, aun cuando esos tipos de interés naturales no fueran de equilibrio. La actuación "arbitraria" de los bancos no es en absoluto necesaria para que se materialice esa divergencia; si los préstamos se hicieran en trigo y los agricultores "modificaran arbitrariamente" la cantidad de trigo producida, el tipo de interés vigente en el mercado para los préstamos en trigo divergiría del tipo de interés del resto de las mercancías y no habría un único tipo de interés de equilibrio.
(…)
En equilibrio, todos los tipos de interés naturales (o en especie) son iguales entre sí y, a su vez, iguales al tipo de interés monetario. Pero si, por cualquier razón, la oferta o la demanda de una mercancía no están en equilibrio (esto es, si su precio de mercado excede o cae por debajo de su coste de producción), sus precios presente y futuro divergirán y el tipo de interés natural de esa mercancía será distinto del tipo de interés natural del resto de mercancías.
(…)
En aquellos momentos en los que la producción se incrementa debido a un aumento del ahorro, no existe algo así como un tipo de interés de equilibrio (o único o natural), de manera que el tipo de interés monetario no puede ser igual o inferior al mismo: el tipo de interés "natural" de los bienes de inversión, cuya demanda se ha incrementado, será mayor que el tipo de interés "natural" de los bienes de consumo, cuya demanda se ha reducido relativamente.
Como ya hemos comentado, la crítica de Sraffa era injusta, pues era una manera de evitar entrar en el fondo de la cuestión atacando la forma. Lo que Hayek debería haberle respondido

a Sraffa es que, como el propio Sraffa admitía, en equilibrio los tipos de interés de todos los bienes son iguales; que los tipos de interés naturales divergirán fuera del equilibrio, y lo harán según su prima de apreciación o depreciación esperada; que estas divergencias pueden ser meramente transitorias (cambios en las preferencias o en las condiciones productivas que desaparecen antes de que el ahorrador pueda modificar su posición inversora) o estructurales (cambios en las preferencias o en las condiciones productivas que permanecen después de que el ahorrador pueda modificar su posición inversora); que las divergencias transitorias no modificarán la estructura de inversión de una economía y las estructurales sí; que un aumento del ahorro debido a la reducción de la prima temporal o de riesgo supone una divergencia estructural que se plasmará en un cambio en la estructura de inversión (los ahorradores financiarán proyectos más intensivos en tiempo o en riesgo); y que el problema que criticaba Hayek en *Precios y producción* es que la provisión excesiva de crédito bancario alterará el tipo de interés del dinero sin que la prima temporal o de riesgo hubiesen cambiado y que, en consecuencia, ese desequilibrio en el precio del crédito permeará por toda la estructura de inversión y la modificará en una dirección insostenible e inconsistente con las preferencias de los ahorradores.

Si Hayek no tomó esa senda, que habría desactivado por entero la crítica de Sraffa, fue, primero, porque no había interiorizado adecuadamente la teoría del interés de Fisher; y, segundo, porque Hayek, siguiendo a la Escuela Monetaria, optó por definir "exceso de crédito bancario" en función de si el tipo de interés adoptaba un nivel "artificialmente bajo" cuando, por el contrario, debería haber definido "tipo de interés artificialmente bajo" en función de si la banca proporcionaba o no un exceso de crédito (para lo cual Hayek debería haber estudiado más de cerca a Adam Smith y a la Escuela Bancaria, los cuales sí poseían una teoría, la Doctrina de las Letras Reales, sobre cuáles eran los límites prudentes de la provisión de crédito).

Así las cosas, Hayek tomó la peor senda posible: enredarse en la trampa dialéctica que hábilmente le había tendido Sraffa. Así, en *Money and Capital: A Reply* (1932), Hayek replicó: "Creo que puede decirse que, en una economía no monetaria, no habría un único tipo de interés aplicable a todas las mercancías y que, al tiempo, satisficiera las condiciones de equilibrio, pero creo que podría haber, en cualquier momento, tantos tipos naturales de interés como mercancías y que todos ellos serían tipos de interés de equilibrio, afectando todos ellos a la vez la oferta presente y futura de todas las mercancías (…). Pero el único punto crucial aquí es el de determinar si el desequilibrio de alguna de estas tasas naturales de alguna mercancía puede acarrear efectos siquiera parecidos a los de una divergencia entre el tipo de interés del equilibrio del dinero y su tipo de mercado como consecuencia de un aumento de su oferta. Y creo que es posible que este cambio "artificial" tenga unas consecuencias que no pueden predicarse de ningún otro cambio en el tipo de interés de ninguna otra mercancía".

Aparentemente, lo que Hayek quería decir es que en una economía no monetaria no habría un patrón objetivo y único en el que expresar los tipos de interés nominales y que, por consiguiente, podríamos tener tantos tipos nominales como patrones monetarios. Ahora bien, el asunto clave que Hayek no remarcó fue que el tipo de interés real (determinado exclusivamente por la prima temporal y de riesgo) sí sería idéntico en todas las mercancías, una vez eliminada la diferencia en los precios. Y, al no hacerlo, Sraffa lo tuvo muy sencillo para destrozar a Hayek con un nuevo juego de palabras en *Money and Capital: A Rejoinder* (1932): "El Dr. Hayek reconoce ahora que existen multiplicidad de tipos de interés naturales, pero no tiene nada más que decir salvo que 'todos serían tipos de equilibrio'. El único significado (si es que puede usarse esta palabra) que puedo atribuirle a esta máxima de política monetaria es que, en su opinión, el tipo de interés monetario debe ser simultáneamente igual a todos estos tipos de interés naturales".

En realidad, y como expondremos en la lección 8, la máxima de política monetaria debería ser la de no manipular las primas temporales y de riesgo de los tipos de interés con una provisión de crédito que no encaje con las preferencias temporales y de riesgo expresadas por los ahorradores. Pero Hayek, por desgracia, no había llegado a desarrollar suficientemente este punto y la crítica de Sraffa hizo que multitud de economistas se alejaran de sus prometedoras y ricas ideas a propósito del ciclo económico (suele considerarse que el declinar de la influencia de Hayek dentro de la London School of Economics comienza con la crítica de Sraffa).

Paradójicamente, quien salió años más tarde al rescate de la postura hayekiana en este debate fue John Maynard Keynes, a petición de quien Piero Sraffa había escrito su crítica contra Hayek (pues el libro de Hayek, *Precios y Producción*, rivalizaba en influencia intelectual con *El tratado del dinero* de Keynes). En *La Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* (1936), Keynes proporciona una explicación muy sencilla —y fisheriana— al acertijo de multiplicidad de tipos de interés naturales postulado por Sraffa:

Podemos usar cualquier mercancía que escojamos para calcular la rentabilidad esperada de un activo, por ejemplo el trigo; la eficiencia marginal de ese activo en términos de trigo nos la proporciona el tipo de descuento que iguala el valor presente de sus flujos futuros de caja en términos de trigo al precio de mercado del activo en términos de trigo. Si no se espera cambio alguno en el valor relativo de dos patrones monetarios, entonces la eficiencia marginal del capital de un activo será la misma con independencia del patrón monetario que escojamos, ya que el numerador y el denominador de la ratio que nos proporciona la eficiencia marginal del capital se verían alterados en el mismo porcentaje. Si, en cambio, uno de los patrones monetarios se espera que cambie de valor con respecto al otro, la eficiencia marginal del capital de los activos cambiaría en un mismo porcentaje, según cuál sea el activo en el que lo midamos. Tomemos como ejemplo el sencillo caso de un patrón monetario alternativo como el del trigo, el cual se espera que se aprecia a una tasa ; la eficiencia marginal del capital de un activo, que sería del por ciento en términos de dinero, será del por ciento en términos de trigo. Dado que las eficiencias marginales del capital de todos los activos se modificarían en la misma magnitud, podemos concluir que su orden de magnitud sería idéntico con independencia del patrón que seleccionemos.

En efecto, Keynes simplemente repitió la conclusión a la que ya había llegado Fisher, y que su discípulo Piero Sraffa distorsionó para atacar los planteamientos hayekianos. Igualmente, desde el lado de los discípulos de Hayek, el anterior error de Sraffa terminó siendo clarificado con sobrada elocuencia. Por ejemplo, Ludwig Lachmann en *Austrian Economics under Fire*(1986):

En una economía de trueque y con libre competencia, el arbitraje tendería a establecer un único tipo de interés. En caso contrario, si el tipo de interés del trigo fuera superior al de la cebada, sería rentable pedir prestado cebada para prestar trigo. El arbitraje entre mercados tendería a establecer un único tipo de interés de equilibrio en el mercado de préstamos, de manera que no fuera más provechoso prestar trigo que

cebada, en términos de una tercera mercancía que actuara como numerario (por ejemplo el acero). Esto no significa que todos los tipos de interés propios de cada mercancía deban ser los mismos, pero las disparidades que haya entre ellas se compensarán por sus disparidades en sus precios forward. El caso es idéntico al arbitraje internacional en los mercados monetarios, donde las diferencias entre los tipos de interés en monedas locales son compensadas por las disparidades en los tipos de cambio forward.

En efecto, agotadas las oportunidades de arbitraje, los tipos de interés entre mercancías se determinan de la misma manera que los tipos de interés entre divisas. Actualmente, por ejemplo, la paridad cubierta de tipos de interés entre divisas es generalmente aceptado que se determina del siguiente modo:

Por ejemplo, si el tipo de interés de un depósito a un año en dólares es del 5% y el tipo de interés de un depósito a un año en euros es del 7%, ello sólo podrá ser así en tanto en cuanto el precio a un año del euro marque una depreciación del 2% frente al dólar. De nuevo, la ecuación de Fisher deja sentirse con toda su fuerza.

Recapitulación: el interés como un conjunto de primas de valor

La clave para la comprensión del fenómeno del interés, tal como lo hemos estudiado en las páginas anteriores, estriba en que la renta presente y cierta posee, por lo general, una prima de valor sobre la renta futura e incierta, y además la riqueza a través de la que se canaliza esa conversión resulta más ilíquida que la renta. Por supuesto, y tal como hemos manifestado, puede darse el caso de que la renta futura sea más valiosa que la renta presente, pero en tal caso la conversión de una a otra o se efectuará directamente —es decir, a través del atesoramiento de dinero— o, si se efectúa indirectamente —es decir, mediante la inversión en activos productivos— igualmente se exigirá un descuento de las rentas presentes frente a las futuras por el riesgo y la iliquidez asumida.

El economista Jörg Guido Hülsmann expresó esta misma idea en su artículo *A theory of interest* (2002), pero de un modo que acaso resulte más elegante o rigurosa: el interés es el diferencial de valor entre los bienes de orden superior y los bienes de orden inferior. Así, todo intercambio entre un bien de orden superior (un factor productivo) y un bien de orden inferior (un bien de consumo o un factor productivo más cercano al consumo) acarreará un diferencial de valor que será el interés: “El fenómeno que llamamos interés originario es un tipo particular de la familia de los diferenciales del valor que existe entre elecciones alternativas. Cuando decide, el ser humano demuestra sus preferencias: prefiere aquello que hace a aquello que podría haber hecho. Este diferencial de valor se halla presente en toda acción humana: la acción que se realiza es más valiosa, a ojos del ser humano, que aquella que ha renunciado a realizar. (…) El interés originario es el spread fundamental entre el valor de los fines y el valor de los medios que sirven para lograr ese fin”.

Hülsmann, sin embargo, no llegó a tasar los determinantes de ese spread de valor entre medios y fines. Resumiendo la mejor literatura al respecto, empero, podemos señalar que ese spread dependerá de la prima temporal, de la prima de riesgo y de la prima de liquidez. Es decir, el interés que determinará el coste del capital (wacc) será la suma de tres diferenciales de valor derivados de la preferencia temporal, la aversión al riesgo y la preferencia por la liquidez:

A su vez, este interés deberemos corregirlo por la apreciación o depreciación del patrón monetario en el que lo expresemos. Esa apreciación o depreciación (que permite hacernos pasar del interés real al interés nominal) no forma estrictamente parte del fenómeno del interés, porque es una alteración vinculada al cambio de valor del patrón en el que se expresa el interés, pero sí debemos tenerlo en cuenta a la hora de explicar la determinación del tipo de interés en el mercado.

La simplicidad de la definición de Hülsmann permite ver con claridad que el interés estará presente no ya en todos los intercambios intertemporales, sino en todo intercambio entre bienes económicos que implique, para alguna de las partes, un alejamiento subjetivo de la consecución de sus fines. Así, cuando el agente vea incrementar subjetivamente los riesgos o el tiempo de espera hasta la satisfacción de sus necesidades, exigirá una prima de valor para efectuar ese intercambio (prima de valor que sólo será observable en los precios *monetarios* de ambos bienes intercambiados). Esta prima, pues, no sólo podría emerger en los bienes presentes con respecto a los futuros, sino también en los bienes futuros con respecto a los presentes si es que una disposición más temprana del bien nos aleja de alcanzar nuestro fin (cuestión distinta es que el atesoramiento de dinero permita trasladar rentas del presente al futuro y, por tanto, fije un tipo de interés mínimo).

Lo anterior significa que, como ya hemos manifestado, aun cuando la preferencia temporal del agente dentro de un intercambio en particular fuera nula, el tipo de interés podría ser positivo si sus dos otros componentes lo son. Por ejemplo, un agente económico puede valorar mucho más sus fines vitales dentro de un año que los actuales, de modo que su preferencia temporal por disponer de su tesorería antes de un año será nula; eso no significa, sin embargo, que el tipo de interés de mercado derivado de prestar esa tesorería vaya a ser inexistente, ya que en todo caso subsistirá la prima de riesgo (la posibilidad de no recuperar el capital) y la prima de liquidez (la posibilidad de no poder deshacer tempranamente la posición inversora). Además, tampoco hay que olvidar que, aun cuando las preferencias intertemporales del ahorrador lleven a una prima temporal nula (es decir, aun cuando el ahorrador prefiera el futuro al presente), como la demanda de ahorro para ser invertido probablemente supere el ahorro disponible para ello, la prima temporal podría igualmente ser positiva: dicho de otro modo, aunque las causas primera y segunda de Böhm-Bawerk puedan determinar una prima temporal nula, la tercera causa muy probablemente terminará determinando una prima positiva ejerciendo indirectamente su influencia sobre las otras dos.

Por eso, sólo en circunstancias excepcionales y ajenas el buen funcionamiento de una economía capitalista, será posible que el tipo de interés resulte negativo. Irving Fisher ofrecía en *La teoría del interés* (1930) un ejemplo de cuándo esto podía suceder: el de los higos imaginarios. Supongamos unos náufragos abandonados en una isla desierta con una cantidad dada de higos y que estos higos se pudren a una tasa conocida del 50% al año; en tal caso, el tipo de interés sólo podría ser del -50% anual: por el lado de la oferta, nadie ofrecería 100 higos presentes para recibir menos de 50 higos dentro de un año (atesorando los higos y dejando que se pudran, tendrá 50 higos en un año); por el lado de la demanda, nadie

demandaría 100 higos presentes para entregar más de 50 higos en un año (si puede entregar, por ejemplo, 52 higos dentro de un año es porque hoy ya dispone de, al menos, 104 higos presentes, por lo que no tiene sentido que compre 100 higos presentes a cambio de 52 higos futuros). En tal caso, la TIR negativa (-50%) dominaría por completo la determinación del interés, con una salvedad: si la rentabilidad mínima exigida (wacc) fuera superior al -50%, no es que el tipo de interés de los intercambios intertemporales alcanzara el -50%, sino que simplemente no habría intercambios intertemporales. De ahí que, en el fondo, pueda considerarse que la prima temporal, la prima de riesgo y la prima de liquidez siguen dominando el tipo de interés de equilibrio, aun cuando su determinación pueda venir fijada rígidamente por la TIR.

Con todo, el casoo anterior no sería realmente un buen ejemplo de tipos de interés negativos, ya que el valor de los higos se aprecia intertemporalmente (si efectuamos el intercambio intertemporal es que los higos futuros son más valiosos que los presentes) y, por tanto, lo que realmente tenemos es un tipo de interés nominal negativo como consecuencia de una apreciación del patrón monetario (es decir, el tipo de interés real es menor que la apreciación de los higos).

Un ejemplo más exacto de tipos de interés negativos sería una economía en la que el atesoramiento de dinero estuviera prohibido o altamente penalizado por la inflación y el resto de inversiones productivas exhibieran un muy bajo rendimiento a un alto riesgo; en tal caso, los agentes económicos podrían aceptar efectuar intercambios intertemporales a tipos negativos. Verbigracia, asumamos que sólo existen dos activos financieros: acciones y bonos. Las acciones poseen una TIR esperada del 2% pero su wacc es del 5% (descompuesto en prima temporal del -10%; prima de riesgo del 10% y prima de liquidez del 5%); en cambio, imaginemos que los bonos proporcionan una TIR del -2% y su wacc es del -5% (descompuesto en prima temporal del -10%; prima de riesgo del 3% y prima de liquidez del 2%): en tal caso, los ahorradores escogerán el bono —pese a su tipo de interés negativo— como vía para acceder a rentas futuras (más valoradas que las presentes). La cuestión es que tasas de retorno sobre la inversión tan bajas sólo tienen sentido en entornos esclerotizados donde la capacidad de generación de riqueza haya colapsado en formas de malas inversiones generalizadas cuya corrección no se permite.

Acotado el concepto de interés, queda por resolver otra cuestión: si el tipo de interés de equilibrio depende de la prima temporal, de la prima de riesgo y de la prima de liquidez, ¿hemos de suponer que todos los intercambios intertemporales a cualquier plazo, riesgo y grado de iliquidez tendrán un mismo nivel de equilibrio? No, cada grupo de intercambios intertemporales con un plazo, perfil de riesgo y grado de iliquidez análogo se efectuará a un tipo de interés de equilibrio distinto: es lo que se conoce como curva de rendimientos o la curva de tipos de interés.

La curva de rendimientos

En tanto en cuanto el tipo de interés es el resultado de la prima temporal, de la prima de riesgo y de la prima de liquidez de los ahorradores marginales que transforman su renta presente y cierta en renta futura e incierta, resulta relativamente sencillo de comprender que intercambios intertemporales con distintos plazos, riesgos y grados de liquidez presentarán tipos de interés diferentes. A mayor plazo, mayor riesgo y mayor iliquidez, más alto será el tipo de interés. De esta sencilla proposición emerge lo que en los mercados financieros suele denominarse “curva de rendimientos”, es decir, la representación gráfica entre los distintos plazos posibles de un intercambio intertemporal con perfiles de riesgo análogos y su posibles TIR. La cuestión a plantearse, pues, es si la ciencia económica puede ofrecer alguna

explicación teórica sobre la forma que adoptará la curva de rendimientos o si ésta no puede racionalizarse a priori de ningún modo.

En este sentido, la inmensa mayoría de economistas que desarrollaron la teoría del interés se limitaron a asumir que la forma de equilibrio de la curva de rendimientos era su forma aplanada, ya que si la TIR de las inversiones a largo plazo fuera superior a la TIR de las inversiones a corto, asumían que habría un arbitraje entre ellas. De acuerdo con Böhm-Bawerk: "[Si hubiera discrepancias entre los tipos de interés a distintos períodos], los especuladores rápidamente aparecerían y venderían bienes presentes a cambio de bienes futuros a dos años, cubriéndose con la compra de bienes presentes contra la venta de bienes futuros para el año siguiente, renegociando pagar éstos últimos un año después con una segunda compra de bienes presentes contra los bienes futuros del siguiente año (…) En tal caso, será igualmente remunerativo intercambiar bienes presentes contra bienes futuros a un año durante tres años seguidos o intercambiar bienes presentes directamente contra bienes futuros a tres años". Otros autores tampoco preveían diferencias entre los tipos de interés de distintos activos salvo por la distinta prima de riesgo; así Wicksell (1901): "Los tipos de interés para períodos largos y cortos tienden a equipararse; las diferencias deben imputarse a unas mayores primas de riesgo para los préstamos a largo plazo"; o Knight en *Professor Fisher's Interest Theory: A Case Point* (1931): "En un mercado de capitales perfecto y bajo condiciones estáticas, donde no hubiese riesgo y las oportunidades de inversión fueran conocidas, sólo habría un tipo de interés en el mercado, con independencia del plazo del préstamo, el flujo de rentas asociado y otros factores. De hecho, todos los préstamos podrían hacerse sin plazo, ya que todos serían vendibles con inmediatez a un plazo perfectamente definido".

Las anteriores conclusiones teóricas, empero, casaban mal con la realidad: históricamente se observaban tres regularidades empíricas que la teoría económica no era capaz de explicar adecuadamente. La primera es que, en circunstancias normales, la curva de rendimientos es cóncava ascendiente, esto es, los tipos de interés a largo plazo son superiores a los tipos de interés a corto plazo. Segundo, cuando los tipos de interés a corto plazo son anormalmente elevados, lo habitual es que la curva sea convexa descendiente, esto es, que los tipos de interés a largo plazo sean inferiores a los tipos a corto plazo. Tercero, los tipos de interés a corto y a largo plazo suelen variar en la misma dirección, si bien la volatilidad de los tipos a corto es superior a la de los tipos a largo. Con tal de explicar estas tres regularidades históricas, a lo largo del s. XX aparecieron cuatro grandes teorías económicas que buscaron racionalizarlas, alejándose de quienes ingenuamente pronosticaban que las curvas de rendimiento adoptarían una forma aplanada.

La primera de estas teorías se la ha conocido como "la teoría pura de las expectativas" y fue apadrinada especialmente por el economista Friedrich A. Lutz en su artículo *The Structure of Interest Rates* (1940). Lutz concebía los tipos de interés a largo plazo "como una especie de media de los tipos de interés a corto plazo futuros". Así, por ejemplo, el tipo de interés medio anual de un activo con un plazo de vencimiento de tres años (R_3) será igual a la media geométrica del producto de los tipos anuales a corto plazo esperados en el año 1, en el año 2 y en el año 3 (r_1, r_2, r_3):

De este modo, cuando los agentes esperen que los tipos de interés futuros a corto plazo vayan a subir, la curva tendrá pendiente positiva y cuando, por el contrario, los agentes esperen que los tipos a corto plazo futuros vayan a bajar, la curva tendrá una pendiente negativa.

Asimismo, cuando los agentes esperen que los tipos a corto plazo futuros se vayan a mantener (o cuando la influencia de los que esperen una subida se compense con la influencia de quienes esperen una reducción), la curva se mostrará plana. La razón es sencilla: si el ahorrador a largo plazo espera que los tipos a corto plazo futuros van a subir, le interesará vender su activo a largo plazo y comprar activos a corto plazo, ya que la rentabilidad que cosechará de reinvertir sucesivamente su dinero a corto plazo será superior a la que logrará manteniendo su inversión en el activo a largo plazo; de este modo, los tipos de interés a corto plazo bajarán y los tipos de interés a largo plazo subirán. Asimismo, si espera que los tipos a corto plazos futuros vayan a bajar, lo que hará será vender sus activos financieros a corto plazo para cerrarse una rentabilidad mayor a la prevista adquiriendo hoy activos financieros a largo plazo.

En el fondo, pues, la teoría pura de las expectativas presupone que todos los activos son sustitutos perfectos con independencia de su plazo, de modo que un activo a largo plazo es sólo el resultado de la reinversión de activos a corto plazo. Como dice Lutz: "Asumimos que existe una absoluta habilidad para cambiar de posición entre prestamistas y prestatarios. El prestamista que quiere invertir a, por ejemplo, diez años vista, está igualmente dispuesto a comprar un bono a diez años que a comprar uno a un año y reinvertir su capital durante diez años. Asimismo, el prestamista que quiere prestar sólo para un año, puede igualmente comprar un bono a diez años (o de cualquier otro plazo) y venderlo pasado un año. Lo mismo asumimos para el prestatario". Lo anterior equivale a decir que la prima temporal anual es idéntica con independencia del plazo del activo financiero y que, por tanto, el mayor o menor tipo de interés de los activos a largo plazo sólo podrá deberse a la expectativa de que la prima temporal cambie en el futuro: a saber, cuando se esperen cambios en los tipos futuros a corto plazo por necesidad afectarán a su media geométrica (al tipo de interés a largo plazo). La teoría es sugerente en la medida en que permite explicar dos de las tres regularidades empíricas, a saber, por qué cuando los tipos de interés a corto son anormalmente altos la curva suele presentar una pendiente descendente (porque las expectativas son que los tipos futuros a corto plazos se ubicarán por debajo de los tipos a corto plazo presentes) y por qué los tipos de interés a corto y a largo plazo se mueven conjuntamente si bien los tipos a corto exhiben una mayor volatilidad (porque los tipos a largo son una media de los tipos a corto y hay arbitraje entre ellos).

Sin embargo, la teoría pura de las expectativas no permite explicar por qué, normalmente, la curva presenta una forma cóncava ascendente: a la postre, no hay motivo para presuponer que las expectativas más habituales son a que los tipos futuros aumentarán. Era necesario, pues, que buscar una explicación a este hecho; y esa explicación había sido presuntamente hallada por John Hicks en su libro *Value and Capital*, publicado en 1939, esto es, un año antes de que Lutz sistematizara en el artículo anteriormente citado la teoría pura de las expectativas.

En su libro, Hicks desarrolla una versión menos sofisticada que la de Lutz acerca de la teoría pura de las expectativas pero la matiza en un extremo: en general, dice Hicks, los prestamistas prefieren prestar a corto plazo y los prestatarios prefieren pedir prestado a largo plazo, lo que genera una insuficiencia de fondos para el largo plazo que los especuladores intermediarán sólo si pueden embolsarse tipos de interés a largo plazo por encima de la media geométrica de los tipos de interés a corto plazo: "El tipo de interés a largo plazo tendrá que ser mayor que el tipo de interés a corto plazo que los especuladores esperan que prevalezca en el futuro, ya que, en caso contrario, no obtendrían compensación alguna por el riesgo en el que están incurriendo; de hecho, los tipos de interés a largo tendrán que exceder los tipos a corto en una muy importante magnitud con tal de inducir al especulador marginal a aceptar ese riesgo". En definitiva, Hicks pretendía explicar la pendiente positiva de la curva de rendimientos

apelando únicamente a lo que hemos denominado prima de liquidez. De ahí que la teoría de Hicks se haya conocido como "teoría de la prima de liquidez".

La virtud de la "teoría de la prima de liquidez" es que permite explicar las tres regularidades históricas observadas, ya que añade la prima de liquidez a la teoría pura de las expectativas, consiguiendo justificar así también por qué la curva de rendimientos tiene generalmente pendiente positiva. Su problema es que, en el plano teórico, adolece de una deficiencia: como seguidora de la teoría pura de las expectativas, asume una prima temporal constante con independencia del plazo del activo financiero y, por tanto, el mayor tipo de interés de los activos financieros a largo plazo sólo es capaz de explicarlo como consecuencia de la mayor prima de liquidez exigida a los activos a largo plazo. Pero, en tal caso, la teoría de la prima de liquidez sólo puede explicar que los tipos de interés a corto plazo sean ocasionalmente superiores a los tipos de interés a largo plazo atribuyendo semejante circunstancia a la expectativa de que los tipos futuros a corto plazo se reducirán.

La cuestión es, ¿acaso no puede suceder que los tipos de interés a corto plazo se sitúen por encima de los tipos de interés a largo plazo sin que las expectativas de los operadores de mercado sean las de una reducción futura de esos tipos de interés? Y es que, por ejemplo, otra regularidad empírica que tiende a observarse con respecto a la curva de rendimientos es que, durante los períodos previos a una recesión económica, los tipos de interés a corto plazo tienden a superar a los tipos de interés a largo plazo. ¿Cabe atribuir esa forma de la curva de rendimientos exclusivamente a las expectativas? ¿O puede pensarse que tal vez haya otros motivos para ello, como podría serlo el incremento sobreproporcional de las primas temporales a corto plazo sobre las primas temporales a largo? Lutz, de hecho, quiso efectuarle esta crítica a Hicks, si bien sus ataduras con la teoría pura de las expectativas le restaron gran parte de la potencia que podría haber adquirido ya desde 1940: "El error esencial [de Hicks] es que el inversor podría exigir una compensación por riesgo siempre que se mueva de su mercado 'original', con independencia de si se mueve a un mercado [intertemporal] más a corto plazo o más a largo plazo: en ambos casos, la incertidumbre asociada a la rentabilidad de su inversión se incrementa"; es decir, ya en 1940 Lutz denunciaba que el inversor podría exigir una compensación subjetiva por plazo o riesgo en caso de alejarse del intercambio intertemporal que él reputaba óptimo de acuerdo con sus necesidades intertemporales.

Pero, justamente, para que esa crítica tuviera base y pudiera desarmar la teoría de la liquidez de Hicks, se hacía imprescindible abandonar el supuesto central de la teoría pura de las expectativas: a saber, que los activos financieros son sustitutos perfectos entre sí con indiferencia de su plazo. El primero en hacerlo fue John Mathew Culbertson en *The Term Structure of Interest Rates*(1957), inaugurando la tercera de las teorías que pretende caracterizar la curva de rendimientos: la teoría del mercado segmentado. Según Culbertson, "la sustitutividad entre la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo está limitada" debido esencialmente a dos factores: las diferencias de liquidez entre ambas y los cambios en la estructura de vencimientos en la demanda y oferta de fondos prestables. Su análisis sobre la difícil sustitutividad entre activos financieros a corto y a largo plazo debido a las diferencias de liquidez conecta con el de Hicks, pero Culbertson también considera la posibilidad de que se produzcan cambios en la demanda y en la oferta de fondos prestables (es decir, en las primas temporales para ofertar y demandar ahorro) y que esos cambios sean sólo parcialmente arbitrados por los especuladores (debido, eso sí, a las diferencias de liquidez entre los activos financieros con distintos períodos de vencimiento). En principio, pues, para Culbertson, la curva de rendimientos podrá exhibir cualquier forma, si bien su modelo parece decantarse hacia que la forma más habitual sea la de tipos crecientes con el plazo (debido a que la sustitutividad entre activos financieros no es perfecta y a que sigue existiendo prima de liquidez) y que cambios súbitos en la prima temporal y en la prima de riesgo podrán alterarla.

La teoría de Culbertson sobre la segmentación de los mercados financieros sirvió de base para desarrollar la última de las teorías que trata de explicar las regularidades empíricas observadas en la curva de rendimientos: la “teoría del hábitat preferido” que Franco Modigliani y Richard Sutch perfilaron en su paper *Innovations in Interest Rate Policy*(1966). La idea básica de estos dos economistas era, justamente, que toda desviación con respecto al tipo de activo deseado por el ahorrador para transferir renta del presente al futuro deberá estar sujeta a una compensación, si bien, a diferencia de Culbertson, prevén un mayor grado de arbitraje entre los activos a corto y a largo plazo: “Si la demanda de fondos para el período n excede la oferta de fondos para el período n, aparecerá una prima o un descuento para ese período. Tales primas o descuentos tenderán a incentivar redistribuciones de fondos entre los mercados a distintos vencimientos, ya sea a través de la ‘especulación’ de los inversores que, debido al mayor retorno, salen de su hábitat natural, o a través del arbitraje de los intermediarios, que se endeudan al plazo cuyo retorno es reducido y prestando al plazo cuyo retorno es elevado”.

Por consiguiente, la forma de la curva de tipos dependerá del hábitat preferido por cada ahorrador, según su esquema de planificación financiera (según su flujo de consumo intertemporal deseado). En principio, pues, la curva podría adoptar cualquier forma, siendo los tipos a largo plazo inferiores a los tipos a corto plazo o viceversa. Sin embargo, ya hemos visto que la regularidad empírica apunta a que la curva de rendimientos tiene pendiente positiva en la mayoría de los casos, lo que no debería ser difícil de explicar atendiendo a la teoría analizada con anterioridad: primero, la prima de riesgo es normalmente creciente con el plazo de la inversión por cuanto la incertidumbre también lo es; segundo, la prima de liquidez es siempre creciente con el plazo de la inversión; y tercero, la prima temporal es normalmente creciente con el plazo debido a las tres razones que ofreció Böhm-Bawerk (infraprovisión relativa de bienes para satisfacer las necesidades más próximas en el tiempo; subestimación de las necesidades futuras; y mayor productividad entre los procesos más intensivos en el tiempo). Así, con mercados perfectamente segmentados (incorporando de lleno la teoría de Culbertson), la forma normal de la curva de rendimientos sería cóncava y creciente, si bien cambios súbitos en las primas temporal y de riesgo podrían modificarla transitoriamente, haciendo que los tipos a corto fueran superiores a los tipos a largo (curva convexa).

La transitoriedad de esta inversión de la curva de rendimientos se debe no sólo a que las características fundamentales de las primas lleven en circunstancias normales a que sean crecientes con el plazo, sino también a que los mercados financieros no están totalmente segmentados, de manera que existe un cierto arbitraje y trasvase de fondos entre plazos (como defiende la teoría de la liquidez de Hicks). De esta manera, aun cuando el futuro se valorara más que el presente (es decir, aun cuando el hábitat preferido de los ahorradores fuera el futuro y algunos inversores demandaran, por algún motivo, financiación a corto plazo), los tipos de interés a corto plazo no podrían ubicarse sistemáticamente por encima de los tipos de interés a largo plazo, ya que en tal caso los ahorradores a largo plazo sólo tendrían que combinar el atesoramiento con las reinversiones a corto plazo para lograr componer una rentabilidad a largo plazo más elevada y segura que invirtiendo directamente en activos financieros a largo plazo.

Ahora bien, si esa sustitutividad de activos financieros fuera muy elevada (es decir, si la prima de liquidez desapareciera y por tanto hubiese un arbitraje total de primas temporales y de riesgo), no sólo tenderían a desaparecer las curvas de rendimientos convexas, sino también las cóncavas: a saber, el arbitraje entre tipos de interés de cualquier plazo se produciría hasta

que la curva se aplanara totalmente. En tal caso, la curva de rendimientos sólo dejaría de estar aplanada cuando se modificaran las expectativas con respecto a los tipos de interés futuros (tal como explica la teoría de las expectativas de Lutz).

La curva de rendimientos observable en la realidad, pues, será una combinación de estos tres efectos: primas fundamentales (preferencias temporales, de riesgo y de liquidez de los agentes en su hábitat natural), arbitraje de esas primas (según el grado de sustitutividad percibido entre los activos, que depende a su vez de la prima de liquidez), y expectativas sobre su evolución futura. Su forma normal será creciente con el plazo de manera asintótica (el tipo de interés máximo será el de las inversiones a perpetuidad), si bien no será infrecuente que se produzcan aplanamientos o incluso inversiones de la curva. La cuestión más relevante, y que trataremos más adelante en esta lección y en las ulteriores, será ligar las distintas formas de la curva de rendimientos con la coordinación macroeconómica.

El tipo de descuento

Tal como acabamos de analizar, en todo mercado existe una pluralidad de tipos de interés según las primas temporal, de riesgo y de liquidez de los ahorradores (wacc). Antes de finalizar con la enunciación de la teoría del interés, conviene, sin embargo, reflexionar brevemente sobre un tipo de interés en particular que presenta unas características propias y diferenciales del resto: el llamado tipo de descuento.

Por tipo de descuento cabe entender aquel tipo de interés cuya prima temporal y de riesgo son cero, pero cuya prima de liquidez es positiva. El ahorrador no aplica descuento valorativo alguno a su inversión por causa del diferimiento temporal de sus fines o por causa de la asunción de riesgos, pero sí lo hace por el riesgo de que su preferencia temporal o su aversión al riesgo cambien en el ínterin (es decir, por su prima de liquidez). Dicho de otra manera, existen ciertos activos financieros que el ahorrador podría considerar a efectos prácticos tan disponibles y seguros como el dinero, salvo por la posibilidad de que sus valoraciones sobre el tiempo y el riesgo cambien durante el período en que se mantiene invertido en esos activos financieros: en tales casos, todo el interés que exigirá el ahorrador para reemplazar sus saldos de tesorería por esos activos financieros se corresponderá con la prima de liquidez.

Además, en la medida en que el ahorrador no esté percibiendo subjetivamente que esos activos financieros suponen un diferimiento de su consumo y una asunción de riesgos —esto es, en la medida en que todo su descuento provenga de la prima de liquidez—, pasará a considerarlos como "sustitutos cercanos" de sus saldos de tesorería, dándoles usos prácticamente monetarios. En este sentido, los activos que mejor situados se hallarán para ocupar esta situación dentro de la planificación patrimonial de los ahorradores son los créditos circulantes de los que hablamos en la lección 5, a saber, deuda a muy corto plazo colateralizada por bienes de consumo presentes en alta demanda. Justamente, Antal Fekete sostiene en su artículo *Interest and Discount* (2007) que el tipo de descuento emerge en unas condiciones de financiación donde la prima temporal y la de riesgo son prácticamente irrelevantes para el ahorrador y donde, por consiguiente, el activo financiero adquiere cualidades monetarias: "El contenido de esta segunda fuente de crédito —la compensación— que es distinta a la primera fuente de crédito —el ahorro— puede resumirse en esto: los bienes de consumo con cuya venta se ha de pagar el crédito ya se hallan lo suficientemente cercanos al consumidor final como para que su desaparición del mercado sea muy improbable. Los riesgos habitualmente asociados con la producción desaparecen. En ese momento, el mercado 'monetiza' la letra y le proporciona transitoriamente cualidades monetarias".

De hecho, cuando además de la prima temporal y de riesgo también desaparece la prima de liquidez debido a que el tenedor de un activo financiero lo considera equivalente a sus saldos de tesorería, estaremos ante lo que Ludwig von Mises denominó "sustitutos monetarios perfectos" en *La teoría del dinero y de los medios fiduciarios*(1912), a saber, medios de pago alternativos al dinero que son intercambian por su valor nominal.

Lo más habitual en la historia ha sido que estos sustitutos monetarios perfectos fueran pasivos bancarios a la vista, esto es, deuda del banco emitida contra activos de calidad e inmediatamente convertibles en dinero a la orden del acreedor. Como ya estudiamos en la lección 4, sin embargo, la Escuela Monetaria consideraba que, precisamente porque esos pasivos bancarios podían endosarse sin descuento, entonces no cabía considerarlos créditos circulante sino dinero en sí mismo. Mises, seguidor de la Escuela Monetaria, cayó desgraciadamente en este mismo error cuando afirmó que: "Una persona que acepta y atesora billetes no otorga crédito: no intercambio un bien presente por un bien futuro. El billete inmediatamente pagadero de un banco solvente puede emplearse en cualquier parte como un medio fiduciario en sustitución del dinero para las transacciones comerciales, y nadie establece una distinción entre el dinero y los billetes que se mantienen como saldos de tesorería. El billete es un bien presente tanto como lo es el dinero". Mises creía que los pasivos bancarios a la vista sólo podían ser reputados dinero por cuanto no abonaban intereses a los tenedores de los billetes, pero, como ya hemos visto, las primas temporal, de riesgo y de liquidez pueden ser nulas si, a juicio del ahorrador, los pasivos bancarios a la vista le proporcionan, a efectos prácticos, servicios análogos a los del dinero atesorado.

En definitiva, habrá activos que cotizarán con un descuento valorativo que dependerá únicamente de su prima de liquidez: a este tipo de interés en particular se le puede denominar "tipo de descuento" para destacar su muy relevante diferencia con respecto al resto de tipos de interés que exigen los ahorradores a la hora de financiar la producción de bienes futuros que sí entrañan un diferimiento del consumo y una asunción de riesgos. El problema podría surgir, tal como desarrollaremos en la lección 8, cuando ciertos agentes económicos usen su credibilidad para captar financiación al tipo de descuento con el propósito de utilizarla para invertir en activos que sí implican una inmovilización del capital en proyectos a largo plazo, arriesgados e ilíquidos.

Teorías erróneas sobre el interés

El interés como explotación del trabajador

Fue Eugen Böhm-Bawerk quien primero logró refutar la teoría de la explotación marxista que ya tuvimos ocasión de analizar en la lección 3. El desarrollo de la teoría económica de Marx había llegado a un callejón sin salida, por cuanto el alemán afirmaba simultáneamente que, por un lado, las mercancías se intercambiaban según el tiempo de trabajo que incorporaban y que, por otro, sólo los capitales variables (la mano de obra) lograba insuflar valor a las mercancías, mientras que los capitales constantes (los bienes de capital) no constituían fuente de nuevo valor (tan sólo eran capital variable cristalizado que se trasladaba a las mercancías producidas de acuerdo con su depreciación). Si esto fuera así y se diera una tasa de explotación similar en todas las industrias (una misma tasa de plusvalía), aquellas mercancías que se fabricaran con una composición orgánica del capital (proporción de capitales variables y capitales constantes) con mayor presencia de capitales variables deberían obtener tasas de beneficio superiores a aquellas otras donde pesaran más los capitales constantes; sin embargo, como recuerda Böhm-Bawerk en su obra *La conclusión del sistema marxiano* (1896): "El mundo real muestra claramente que está gobernado por la ley de que

capitales de igual cantidad, con independencia de su composición orgánica, proporcionan unos mismos beneficios".

Marx era consciente de las inconsistencias de su análisis y dedicó buena parte del tomo III de *El capital* a tratar de solventarlas:

Acabamos de demostrar que diferentes ramas de la industria tienen diferentes tasas de ganancia, que derivan de la diferente composición orgánica del capital y, dentro de los límites indicados, de la distinta rotación del capital; dada una rotación del capital, la ley de que los beneficios se relacionan entre sí según la magnitud de su capital y que, por tanto, los capitales de una misma magnitud proporcionan una misma tasa de ganancia, sólo resulta aplicable para capitales con la misma composición orgánica, aun cuando la tasa de plusvalía sea la misma. Las anteriores afirmaciones son ciertas siempre que mantengamos la base de todos nuestros análisis, a saber que las mercancías se venden por sus valores. Sucede, por otro lado, que más allá de fricciones poco esenciales, transitorias y que suelen cancelarse mutuamente, en la realidad no existen diferencia en las tasas medias de ganancia entre las distintas industrias. Parecería, pues, que nuestra teoría del valor es incompatible con el proceso capitalista, con los fenómenos reales que afectan a la producción.

Básicamente, la solución planteada por Marx es que, en realidad, el valor de cambio de cada mercancía no coincide con su precio de producción. El valor de cambio de una mercancía depende del tiempo de trabajo incorporado en esa mercancía, esto es, de la suma del capital constante depreciado en su elaboración, del capital variable remunerado y de la tasa de explotación de los trabajadores dedicados a su fabricación: por ejemplo, si una mercancía incorpora una depreciación de 50 oz de capital constante, unos salarios abonados de 20 oz y un tiempo de trabajo no remunerado de 20 oz, el valor de cambio de esa mercancía será de 90 oz. El precio de producción dependerá, en cambio, de la depreciación del capital constante, de los salarios abonados pero no de la tasa de explotación de los trabajadores específicamente dedicados a fabricarla, sino de la tasa media de ganancia del conjunto de la economía: por ejemplo, si la tasa media de ganancia representa el 22% del capital agregado, la mercancía anterior tendrá un valor de 92. Como dice Marx: "Cuando un capitalista vende su mercancía al precio de producción, recupera el dinero en proporción al valor del capital consumido en su línea de producción, pero se asegura un beneficio proporcional a su participación dentro del capital social total. Sus costes son específicos, pero el beneficio que añade es independiente de su esfera de producción particular". El alemán utiliza el siguiente ejemplo para ilustrar como los valores de cambio se transforman en precios de producción:

Aunque en el mercado las mercancías individuales se compran y se venden a sus precios de producción, Marx se siente legitimado para concluir que las mercancías, en última instancia, se siguen intercambiando según sus valores de cambio (según el tiempo de trabajo incorporado) dado que la suma agregada de las diferencias entre los precios de producción y los valores de cambio es igual a cero: "Una parte de las mercancías se vende por encima de su valor en la misma proporción en la que otra parte se vende por debajo (…) De este modo, los precios de mercado, que se habían desviado de su valor, se ajustan a sí mismo para

equipararse de nuevo a sus valores por cuanto las desviaciones se cancelan entre sí, viéndolo desde la perspectiva de su promedio". No olvidemos que la piedra angular de todo el edificio marxista, incluida su teoría de la explotación, era la hipótesis de que el valor de cambio de las mercancías dependía exclusivamente del tiempo de trabajo socialmente necesario que éstas incorporaban y que, por tanto, el capitalista sólo podía obtener ganancias por el hecho de no remunerar al obrero según todo el tiempo que había estado generando valor. El propio Marx, antes de exponer la transformación de los valores de cambio en precios de producción, afirma en el tomo III que: "Si un capital total formado en un 90% por capital constante y en un 10% por capital variable produjera, con el mismo grado de explotación, tanta plusvalía, o beneficio, que un capital total formado en un 10% por capitales constantes y un 90% por capitales variables, resultaría palmario que la plusvalía, y el valor en general, tienen un fundamento enteramente distinto al del trabajo, y la política económica perdería cualquier base racional". Pero apenas unas páginas después, el propio Marx explica por qué ambos capitales totales sí generarán el mismo beneficio, contradiciendo el fundamento mismo de toda su teoría.

A la luz de lo anterior, es evidente que el marxismo terminó haciéndose el haraquiri fruto de sus inconsistencias internas. Como expresó Böhm-Bawerk: "No puedo evitarlo: no veo ninguna explicación ni solución a la contradicción, tan sólo una contradicción cruda en sí misma. El tercer volumen de Marx contradice al primero. La teoría de la tasa media de ganancia y de los precios de producción no puede reconciliarse con la teoría del valor. Esa es la impresión que, en mi opinión, debe llevarse cualquier pensador que aplique la lógica". El economista austriaco pone de relieve que cualquier ley del valor debe centrarse en explicar cómo se intercambian las mercancías entre sí (dando lugar a los precios de mercado) por lo que carece de sentido estudiar el valor agregado de las mercancías: al mirarlas como un conjunto, por definición, el valor agregado de las mercancías es igual al valor agregado de las mercancías (lo que una mercancía vale más que otra se cancela con lo que esa otra mercancía vale menos que la primera). De hecho, lo mismo valdría para demostrar que las mercancías se intercambian según su masa, su volumen o su porosidad: las desviaciones de cada mercancía con respecto a la masa media de todas las mercancías se cancelan entre sí.

Ahora bien, como el propio Böhm-Bawerk reconoció, "demostrar que un autor se ha contradicho puede ser necesario, pero no puede convertirse en la finalidad última de una crítica bien construida". Es decir, para terminar de enterrar analíticamente al marxismo se hacía necesario demostrar no sólo dónde Marx se equivocaba, sino proporcionar una teoría alternativa que permitiera explicar el fenómeno de la explotación de un modo más riguroso a cómo lo hacía Marx. Pero, justamente, Böhm-Bawerk dedicó su vida a proporcionar esa explicación alternativa: su teoría del interés era la clave para comprender por qué, en contra de lo que decía Marx, tenía pleno sentido que el capitalista pagara una determinada cantidad de dinero para contratar a los trabajadores (D), los utilizara para fabricar una determinada cantidad de mercancías (M) y *posteriormente* vendiera esas mercancías con ganancia (D'). Como ya hemos tenido ocasión de explicar, la diferencia temporal entre el momento en el que se pagan los salarios (y se adquieren el resto de factores productivos con los que operará el trabajador) y el momento en el que se venden las mercancías justifica una prima de valor de los bienes presentes sobre los bienes futuros, por lo que el capitalista jamás adelantará hoy el valor íntegro de sus ventas futuras. Como expresó magistralmente Böhm-Bawerk en *Historia y crítica de las teorías del interés* criticando a Johann Karl Rodbertus, otro socialista partidario de la teoría del valor trabajo y de la explotación: "La proposición perfectamente justa de que el trabajador debe recibir el valor íntegro de su producción puede entenderse como que o bien debe recibir *ahora* la totalidad del valor *presente* de su producción, o bien como que debe recibir en el *futuro* la totalidad del valor *futuro* de su

producción. Pero Rodbertus y los socialistas defienden que el trabajador debe recibir *ahora* la totalidad del valor *futuro* de su producto".

Un siglo después de esta devastadora crítica contra la teoría de la explotación, otro economista austriaco muy influido por Böhm-Bawerk, George Reisman, terminó de rematarla al darle completamente la vuelta a la cuestión planteada por Marx. En *Classical Economics versus the Explotation Theory* (1985), Reisman expone que, como en un orden económico complejo la fuente originaria del valor no es el trabajo acumulado en cada mercancía sino la habilidad empresarial para dirigir los recursos escasos hacia la satisfacción de las necesidades de los consumidores, el valor íntegro de la producción le correspondería no al trabajador, sino al empresario: "El hecho de que los beneficios sean una renta atribuible a empresarios y capitalistas, y la circunstancia de que ese trabajo consiste en guiar y dirigir su inteligencia al más alto nivel dentro del proceso productivo, debería dar pie a una reinterpretación radical de la doctrina de que los trabajadores tienen derecho a toda la producción. A saber, ese derecho se satisface más bien cuando la totalidad del producto y de su valor recaen inicialmente bajo la posesión de empresarios y capitalistas (que es exactamente lo que sucede, día a día, en una economía de mercado). Pues son *ellos*, y no los trabajadores, los productores fundamentales de las mercancías". Es decir, dado que el valor económico no se genera por la simple realización de un esfuerzo laboral, sino por la correcta dirección de ese esfuerzo laboral a satisfacer los fines más importantes de los consumidores, el valor creado corresponderá a la dirección (al trabajo *intelectual*) y no al trabajo físico que se limita a reproducir el plan trazado por la dirección. Así las cosas, en todo caso la explotación no sería del capitalista al trabajador, sino del trabajador al capitalista: pues los salarios son un coste que se deduce de los ingresos íntegros que le corresponden al empresario. Aunque, obviamente, no cabe tildar de explotación una relación contractual en la que ambas partes cooperan para salir beneficiadas y en la que ambas partes se necesitan mutuamente (si bien en distintos grados de sustitutividad): sucede, simplemente, que las rentas laborales se pagan del ahorro del capitalista y de las ganancias prospectivas que se derivan de un buen plan de negocios trazado por el empresario.

El interés como productividad marginal del capital

William Stanely Jevons (codescubridor con Menger de la ley de la utilidad marginal decreciente) fue el primero de los economistas modernos o neoclásicos en recuperar la idea originalmente de Von Thünen de que el tipo de interés era equivalente a la productividad marginal del capital. En su *The Theory of Political Economy* (1871), Jevons definió el interés como la ratio entre la renta adicional que genera un incremento de la inversión y el incremento de la inversión, entendiendo "incremento de la inversión" como el aumento en la cantidad de tiempo durante el que los factores productivos están produciendo bienes y servicios (matemáticamente: F'_t/F_t; donde F_t es una función de producción dependiente del tiempo y F'_t su derivada ante un incremento marginal del tiempo): "El interés del capital es la tasa de variación del producto dividido por el producto total". Por ejemplo, si se espera que un campo produzca 1.000 toneladas de trigo en un año y se opta por alargar la inversión otro año más para que produzca 1.100 toneladas, el tipo de interés sería del 10% (la relación entre el incremento de 100 onzas con respecto a la producción esperada de 1.000 onzas). Y, obviamente, por puros rendimientos decrecientes, la conclusión que cabe extraer es que, definiendo de tal manera el tipo de interés, éste descenderá rápidamente hasta casi desaparecer: "Es una cantidad que necesariamente debe aproximarse a cero, a menos que podamos encontrar un método para mantener la tasa de variación incremental".

Otro economista que llegó a conclusiones muy parecidas a las de Jevons y que fue enormemente influyente entre los economistas estadounidenses fue John Bates Clark. Tal

como luego desarrollaremos, Clark observaba el capital como un fondo de valor monetario homogéneo que se iba renovando e incrementando a sí mismo y que resultaba útil dentro del proceso productivo. Para el estadounidense, comprar capital era comprar los productos que proporciona el capital y por tanto comprar su productividad. Así, en *The distribution of wealth: a theory of wages, interest and profits* (1899) afirma: "Las leyes a las que se somete la materia vuelven al capital productivo. Y al ser productivo, le permiten a su propietario apropiarse directamente de su producción u ofrecérsela a otra persona que le pagará al propietario por ella. Pagar interés es comprar la producción del capital, como pagar salarios es comprar la producción del trabajo. El poder del capital para crear un producto constituye la base del interés".

Obviamente, la teoría de la productividad marginal del capital como base del interés de Jevons o Clark nos conduce a la absurda idea de que, conforme mayor acumulación temporal de capital se produzca, más bajo será el interés; hasta el punto de que éste podría llegar incluso a desaparecer. Al margen de que esta teoría case muy mal con nuestra experiencia histórica (la acumulación de capital se ha multiplicado y el tipo de interés no ha desaparecido), hay un problema mayor: Jevons y Clark asumen que el problema tradicional del interés –¿por qué existe una diferencia irreductible entre precios y costes?– no existe. O dicho de otro modo, Jevons y Clark asumen que los agentes económicos practicarán intercambios entre renta presente-cierta y renta futura-incierta sin descuento alguno, de modo que el valor de la riqueza presente es igual al de todas sus rentas futuras e inciertas. Pero si llegan a tal conclusión es por lo mismo que denunciaba Fisher: porque piensan que el valor monetario del capital presente está dado y no depende del valor de su producción futura, lo cual es un completo error (el valor de los factores productivos depende del valor de sus productos y el valor de los productos depende de la importancia subjetiva de los fines humanos que satisfagan).

Si Jevons y Clark hubiesen admitido la posibilidad de que la renta futura cotice con descuento frente a l presente, entonces sería perfectamente factible incrementar la productividad de los bienes de capital sin que el interés tienda a desaparecer: más bien, el interés podría mantenerse estable sea cual sea el nivel de acumulación del capital. Dicho de otra manera, con una productividad marginal igual a cero, el interés podría ser positivo siempre y cuando los agentes desearan traspasar parte de su renta futura al presente; e incluso aunque la productividad del capital fuera negativa, el interés podría ser positivo si la preferencia temporal por el consumo presente fuera lo suficientemente intensa. Es decir, es obvio que la productividad marginal en ningún caso puede ser el único determinante del tipo de interés.

Sucede que, incluso para los defensores de la teoría de que el tipo de interés dependía de la productividad marginal, las conclusiones de Jevons y Clark resultaban demasiado poco realistas: si el interés apenas era la tasa de variación incremental derivada de ampliar marginalmente el plazo de la inversión, éste rápidamente, y por la propia dinámica del sistema, quedaría reducido a una mínima expresión. Al esquema de Jevons y Clark le faltaba, pues, un mecanismo estabilizador, un mecanismo que bloqueara la extensión ilimitada de los plazos de inversión y que, por tanto, evitara que el tipo de interés se redujera velozmente a casi el 0%. Este mecanismo estabilizador lo intentaron proporcionar dos economistas: el primero, el sueco Knut Wicksell, que pretendía profundizar en la teoría del interés de Jevons usando el armazón teórico de Böhm-Bawerk; el segundo, Frank Knight, discípulo directo de Clark y radicalmente opuesto a la visión böhm-bawerkiana.

De acuerdo con Wicksell, el tipo de interés se estabilizaba según la disponibilidad de capital: el capital ahorrado se utiliza para pagar a los trabajadores y a los terratenientes durante un determinado período de tiempo para que construyan bienes de capital que permitirán en el futuro sustituir los servicios de estos trabajadores y terratenientes. En este sentido, la

productividad marginal de los bienes de capital por encima de la productividad marginal del trabajo y de la tierra es lo que constituye, según Wicksell, el interés; magnitud que, al ponerla en relación con el monto de capital inmovilizado (en el pago de salarios y rentas a la tierra), arroja el tipo de interés. Como explica en su primer volumen de *Lectures on Political Economy*(1901): "El capital es trabajo y tierra ahorrados. El interés es la diferencia entre la productividad marginal del trabajo ahorrado y de la tierra ahorrada y la productividad marginal actual del trabajo y de la tierra". O dicho de otro modo, el tipo de interés es la remuneración extraordinaria que obtiene el capitalista por haber ahorrado para fabricar herramientas más productivas que el trabajo o la tierra: "El tipo de interés en su forma más simple es la productividad marginal de esperar". La disponibilidad de capital, por consiguiente, limita la complejidad del proceso productivo y la complejidad del proceso productivo establece cuál es su productividad marginal y, por tanto, cuál es el tipo de interés. Así, el tipo de interés sólo se volvería cero cuando el capital fuera superabundante: "La productividad marginal del trabajo y de la tierra se incrementaría gradualmente mientras que la del trabajo ahorrado y la de la tierra ahorrada decrecería, de manera que la diferencia entre ellos se reduciría sucesivamente hasta llegar a desaparecer: el interés caería a cero". Conviene recordar, además, que este tipo de interés dependiente de la productividad marginal del capital es lo que en la lección anterior denominamos "tipo de interés natural" de Wicksell (el concepto que intenta utilizar Hayek en su teoría del capital), es decir, aquel tipo de interés "que es neutral con respecto a los precios de las mercancías, en la medida en que no tiende ni a incrementarlos ni a reducirlos. Aquel tipo de interés que habría sido determinado por la oferta y la demanda si no existiera dinero y si todos los préstamos se efectuaran en bienes de capital reales".

La teoría de Wicksell, aderezada con un buen andamiaje matemático, parecía conseguir encajar todas las piezas a la perfección: para un importe dado del capital, el tipo de interés se maximizaba con una determinada duración del proceso productivo, es decir, que para un importe de capital dado, la maximización del tipo de interés determinaba la duración de la estructura productiva. Sólo había un problema: ¿cuál era esa cantidad de capital que estuviera dada? Al fin y al cabo, una mayor disponibilidad de capital permitiría adentrarse en estructuras productivas más duraderas, donde la productividad marginal del capital fuera progresivamente menor (así como el tipo de interés), mientras que una menor abundancia limitaría la extensión del período productivo arrojando una productividad marginal del capital (y por tanto un tipo de interés) mayor.

Por desgracia, esta pregunta clave no halló una adecuada respuesta en los escritos de Wicksell, invalidando todo su exhaustivo modelo de determinación de los tipos de interés únicamente por la productividad marginal de esperar. En *Value, Capital and Rent* (1893), el sueco simplemente asumió que esa cantidad sería más o menos constante en una sociedad, es decir, simplemente asumió que venía exógenamente dada y que sobre esa base se determinaba el tipo de interés. Unos años después, en *Lectures on Political Economy* (1901), trató de sofisticar su modelo, mostrando que si las condiciones técnicas de producción de bienes de consumo y de bienes de capital estaban dadas, sólo había una cantidad de capital que permitía maximizar los tipos de interés, logrando así una dependencia funcional del tipo de interés con la productividad marginal de esperar dentro de ese contexto productivo técnicamente dado.

Sin embargo, más allá de que las condiciones técnicas no estén nunca dadas sino que en gran medida dependan de las disponibilidades de capital, el error de fondo de Wicksell fue asumir que el objetivo de los capitalistas era maximizar los tipos de interés dentro de unas determinadas condiciones técnicas. En realidad, los capitalistas intentan arbitrar la TIR de sus inversiones con su coste del capital: siempre que la TIR supere su wacc, la provisión de capital por parte de los capitalistas aumentará y, al hacerlo, la rentabilidad de las inversiones –el tipo

de interés de mercado– tenderá a reducirse hasta equipararse con el wacc. Así pues, en la medida en que la preferencia temporal y la aversión al riesgo determinan el wacc, la preferencia temporal y la aversión al riesgo siguen regulando el tipo de interés de mercado. Por ejemplo, si la productividad marginal de esperar durante el período productivo actual es del 10% y el coste del capital es del 5%, los capitalistas competirán por alargar ese período productivo hasta que la productividad marginal de las inversiones se reduzca al 5%: y aun cuando técnicamente ello no sea posible (por ejemplo, si no existe la posibilidad técnica de alargarlo), el efecto sería el de elevar los costes de los factores productivos (paradigmáticamente los salarios) hasta que la rentabilidad intertemporal de las inversiones se estrechara al 5%.

Precisamente, la posibilidad de que parte del nuevo ahorro fuera absorbido en alzas salariales (y no en la acumulación de nuevo equipo real de capital que contribuyera a aumentar su productividad) provocaba, según Wicksell, que la productividad marginal del incremento del stock de capital fuera inferior al tipo de interés de mercado. Tal como resumió el sueco en *Value, Capital and Rent* (1893): "Sería un error pensar que, si un incremento del capital nacional conlleva un aumento del período productivo en un contexto en el que el número de trabajadores se mantenga constante, entonces el excedente obtenido gracias a esta ampliación de la inversión, dividido por el nuevo capital empleado, nos ofrecerá aproximadamente el tipo de interés. El resultado de este cociente es siempre, como luego veremos, más pequeño que el interés, y lo es en una cantidad determinada. El motivo deriva del hecho de que un aumento del capital nacional viene acompañado por un incremento de los salarios que, en parte, absorbe ese capital".

Es esta circunstancia la que engendrará lo que en el siguiente epígrafe llamaremos 'Efecto Wicksell' y que será una de las claves dentro de la controversia del capital: la mayor o menor alteración de los salarios y de los tipos de interés ante un incremento del capital provocará una revalorización del stock previo de capital que no sólo será imputable a la adición del valor actual de la nueva producción, sino también al cambio de salarios y de tipos de interés. En realidad, lo que sucede simplemente es que el aumento del ahorro agregado modifica el tipo de interés y los salarios de equilibrio, lo que a su vez repercute sobre el valor del stock de capital preexistente (recordemos, por ejemplo, que el valor de ese stock de capital deriva del descuento del valor de la producción futura al tipo de interés de mercado; si éste cambia, el valor del stock también lo hace). Si aisláramos esa revaluación puramente nominal del stock de capital, la productividad marginal del aumento del ahorro sí coincidiría, dentro del modelo de Wicksell, con el tipo de interés de mercado.

En todo caso, Wicksell fracasa en su intento de desligar la determinación de los tipos de interés de la preferencia temporal, a saber, del coste del capital: como mucho, podrá decirse que el sueco asumió que las preferencias intertemporales de los agentes económicos eran una variable exógena a su modelo, pero no que construyó un modelo donde éstas se volvieran prescindibles. De ahí que el capital sólo pueda volverse superabundante (y el tipo de interés desaparecer) cuando las preferencias de tiempo y riesgo de los agentes desaparezcan, acaso porque la renta presente y futura es tan abundante que no se sienta la necesidad de economizarla.

El otro gran intento de explicar los tipos de interés exclusivamente a partir de la productividad marginal del capital sin que ello condujera inexorablemente a su desaparición llegó de la mano de Frank Knight, quien prosiguió con la doctrina Clark de que el interés era la tasa de variación de la renta a perpetuidad que permitía la creación de nuevos bienes de capital. Como afirmaba Knight en *Capital, Time, and the Interest Rate* (1934): "El interés, en su visión más básica, es el porcentaje en el que se incrementa una renta a perpetuidad por abstenerse de

consumir una anualidad que pasa a ser invertida en algún tipo de activo que genere renta ("Incremento" era la palabra antigua para interés). El tipo de interés de mercado mide la mejor oportunidad de inversión existente en tal mercado de capitales". Si el tipo de interés no se reducía rápidamente a cero era, en opinión de Knight, porque existía un número prácticamente infinito de oportunidades de inversión: "Es evidente que el tipo de interés, o la productividad del capital, jamás caerán a cero porque apenas existe un límite último, ni siquiera en una industria individual, a la posibilidad de incrementar la producción a través de una mayor inversión. El tipo de interés sólo sería cero si se convirtieran en bienes libres todos los productos conocidos por la experiencia o la imaginación y para cuya fabricación se necesitan bienes de capital".

En este caso, el error de Knight radica, de un modo parecido al de Wicksell, en haber menospreciado la cantidad de capital que los agentes optan por invertir para obtener un determinado incremento de renta. A la postre, para aumentar el importe de una renta (sea o no una renta a perpetuidad) es necesario acometer una serie de inversiones dirigidas a producir bienes de capital en un sentido amplio. El coste de producción de esos bienes de capital es la base a partir de la cual, comparándolo con la renta a perpetuidad, se calcula la rentabilidad de la inversión, que en equilibrio ha de coincidir con el tipo de interés de la economía (es decir, en equilibrio la TIR coincide con el wacc); de hecho, ni siquiera el propio Knight niega semejante extremo: "El coste de fabricar un bien de capital es igual a su rendimiento futuro, cuando el tipo al que se capitaliza el coste de los gastos directos de fabricación es el mismo que el tipo al que se descuentan los rendimientos futuros". Mas, en tal caso, el tipo de interés dependerá no sólo de los rendimientos futuros, sino también del monto de la inversión inicial dirigida a contratar factores productivos que permitan lograr ese aumento de renta y, entonces, la cuestión será la de qué determina que ese monto sea uno u otro.

Por ejemplo, si invirtiendo 1.000 um se consigue contratar a unos trabajadores que permiten producir una serie de bienes que, dentro de un año, se venderán por 1.100 um, diremos que el tipo de interés implícito en esta operación es del 10%. Pero si varios capitalistas con una impaciencia muy baja pujaran por contratar a estos trabajadores y elevaran su salario hasta las 1.090 um, el tipo de interés caería por debajo del 1% aun cuando su rendimiento futuro (1.100 um) fuera idéntico. En otras palabras, sin tener en cuenta el coste del capital (cuál es la rentabilidad mínima que acepta el ahorrador marginal para diferir la satisfacción de sus necesidades presentes y, por tanto, para ahorrar o no ahorrar parte de su renta) es imposible determinar cuál será el tipo de interés de una economía.

Knight trata de cubrirse las espaldas señalando que las oportunidades de inversión son infinitas, de manera que un mayor ahorro siempre podrá ser canalizado hacia inversiones con un rendimiento más o menos fijo. Pero, nuevamente, esto sólo es una forma de enmascarar el problema. Primero, porque aun cuando existieran infinitas oportunidades de inversión e infinitos recursos para emprenderlas, la magnitud del descuento entre los rendimientos futuros y el coste de inversión actual (es decir, el tipo de interés) dependerá en cualquier caso de la preferencia temporal de los agentes económicos. Verbigracia, aun cuando hubiese infinitos proyectos de inversión a 1.000 um que produjeran un rendimiento anual de 1.100 um, ¿cuál es el motivo de que el coste inicial de la inversión deba ser de 1.000 um? Si los agentes económicos fueran tremendamente impacientes, podría no haber capitalistas dispuestos a pagar 1.000 um hoy para acceder a 1.100 um, de modo que o bien los proyectos no se emprenderían o bien lo harían a un coste inicial inferior (por ejemplo, si los trabajadores fueran igualmente impacientes y se contentaran con un salario actual de 750 um, el tipo de interés subiría del 10% al 46,6%); si, en cambio, todos los agentes económicos (incluidos los trabajadores) fueran muy pacientes, el salario mínimo para contratar a los trabajadores

necesarios podría incrementarse hasta, por ejemplo, 1.050 um, reduciéndose el tipo de interés por debajo del 5%. Es decir, no existe una predestinación a que el coste de la inversión inicial sea 1.000 um: eso es resultado de la puja competitiva de los capitalistas.

Segundo, y más importante, porque los recursos disponibles en cualquier sociedad no son infinitos, de ahí que la mayor o menor disponibilidad de factores productivos presentes (con los que acometer alguno de esos infinitos proyectos de inversión) no puede ser un asunto irrelevante a la hora de determinar el precio relativo de una renta presente y *escasa* en relación con una renta futura potencialmente infinita. La inversión en esos proyectos potencialmente infinitos depende de la cantidad de ahorro de los agentes y la cantidad de ahorro de los agentes depende de su coste de capital, que a su vez está determinado por su impaciencia. Si la impaciencia y el coste de capital no jugaran ningún papel, los agentes económicos simplemente retrasarían indefinidamente su consumo mientras pudiesen obtener un rendimiento positivo a causa de ese retraso.

Knight, en coherencia con su teoría, niega que la impaciencia sea un elemento relevante a la hora de determinar la disponibilidad de capital: “El ahorro y la inversión permanentes y acumulativos que acaecen en nuestro mundo actual no pueden explicarse en ninguna medida por una comparación entre el disfrute presente y el disfrute futuro, o en ‘esperar’ y ser ‘remunerado por esperar’ (…) La única base posible para una buena teoría del interés es simplemente asumir alguna curva de indiferencia entre el uso de la renta presente como consumo y como incremento de riqueza”. Pero es obvio que el economista de Chicago llevó demasiado lejos su argumentación hasta el punto de negar lo evidente: que el ser humano sí tiene una cierta estructura de preferencias ordenadas a lo largo del tiempo y sólo estará dispuesto a posponer algunas de esas preferencias a cambio de una compensación en forma de mayor renta futura. Que pueda describirse una curva de indiferencia entre el consumo y la acumulación de riqueza no es en absoluto incompatible con que exista impaciencia por la satisfacción presente de nuestras necesidades: por ejemplo, un individuo puede ser indiferente entre 1 um de renta presente y 1,1 um de renta futura, lo que equivale a señalar que su coste de capital es del 10% (sólo renuncia a 1 um de renta presente merced a una compensación del 10% en su renta futura).

Lo más curioso del asunto es que Knight, en cambio, sí fue, como ya hemos visto, uno de los primeros economistas en apreciar una cuestión trascendental dentro de la teoría del interés que luego tendremos ocasión de desarrollar con mayor detalle, a saber, que el coste del capital, y por tanto la oferta de ahorro, no sólo depende de la preferencia temporal, sino también de la aversión al riesgo. Evidentemente, Knight pensaba que la preferencia temporal no jugaba ningún papel, pero sí se lo concedía al riesgo percibido de las inversiones: “El único prejuicio en contra de la inversión que deba madurar en el futuro es la incertidumbre o el ‘riesgo’ que lleva asociada”. Extrañamente, sin embargo, no fue capaz de darse cuenta de cómo esta circunstancia modificaba de base su teoría del interés basada *exclusivamente* en la productividad marginal del capital.

La visión sobre el tipo de interés de Jevons, Clark, Wicksell y Knight caló, sin embargo, muy hondo dentro de la ciencia económica, dando lugar desde mediados a del siglo XX a dos corrientes de pensamiento enfrentadas pero con un tronco común. Por un lado, nos encontramos con la teoría del interés de la Escuela Neoclásica, expuesta paradigmáticamente por Robert Sollow y por Paul Samuelson. Por otro, nos topamos con la teoría del interés de la llamada Escuela de Cambridge, representada por los economistas postkeynesianos Joan Robinson y Nicholas Kaldor y por el neorricardiano Piero Sraffa. Ambas escuelas protagonizaron a mediados del s. XX un intenso debate que analizaremos con mucho más detalle en el siguiente epígrafe y que se conoció como “la Controversia del Capital”. De

momento, empero, nos interesa resaltar sus visiones encontradas sobre el tipo de interés que, como decimos, adoptan una premisa compartida: que la forma razonable de comenzar a analizar el fenómeno del interés es vinculándolo al estudio de la productividad marginal del capital.

La concepción del interés por parte de la Escuela Neoclásica sigue siendo la propia de Clark o Knight: la productividad marginal del capital. Su visión es que el capital es un factor productivo más al que, por lo tanto, le corresponde una porción de la renta total de la sociedad equivalente a su contribución a la gestación de esa renta. O dicho de otro modo, la tasa de interés y la tasa salarial se conciben como dos cuotas de reparto de la producción agregada según la contribución agregada de cada factor productivo (trabajo y capital) a la misma.

En este sentido, la Escuela Neoclásica considera que existe una relación inversamente proporcional entre la tasa de interés y la tasa salarial –cuando una aumenta, la otra disminuye–, básicamente porque la producción total debe repartirse entre salarios y ganancias, de manera que ambas cuotas han de sumar la unidad. Aquellas sociedades donde la abundancia de capital sea relativamente mayor a la de trabajadores (es decir, donde la dotación de capital por trabajador sea mayor) exhibirán una tasa de ganancia más baja (y una tasa de salarios más alta) que aquellas otras donde el trabajo sea más relativamente abundante que el capital (es decir, donde la dotación de capital por trabajador sea menor): conforme el capital se acumula, su productividad marginal se reduce (por cuanto se asumen rendimientos decrecientes) y, por tanto, también lo hace la tasa de ganancia.

Dicho de otro modo, para un estado dado de la tecnología, existirá toda una sucesión de posibles parejas de valores (combinaciones de tasa de ganancia y de tasa de salarios) que, representadas gráficamente, conformarán lo que Paul Samuelson (1962) denominó "frontera de precio de los factores". El punto en el que se ubique cada economía dependerá de su nivel de acumulación de capital: aquellas economías más capital intensivas exhibirán tipos de interés menores y tasas de salario mayores. Es aquí, justamente, donde la Escuela Neoclásica conecta con Frank Knight: la acumulación de capital estará motivada simplemente por las oportunidades de inversión, siendo la preferencia temporal un factor irrelevante. Robert Solow, por ejemplo, define el tipo de interés en *Capital Theory and the Rate of Return* (1965) de un modo idéntico a Frank Knight: "Sacrificando h unidades de consumo en el presente, la sociedad puede acceder a un consumo extra de k unidades en el siguiente periodo y no sufrir perjuicios subsiguientes. En tal caso, yo definiría el tipo de retorno de la inversión a un año como (k-h)/h".

La gran cuestión de consistencia interna que los defensores neoclásicos de la teoría del interés seguían teniendo que afrontar era la misma cuestión a la que ya se enfrentaron Jevons o Clark: ¿en qué punto se estabilizaría la acumulación de capital para que su productividad marginal no terminara cayendo irremediablemente a cero? Si Wicksell creía haber encontrado la respuesta en la "disponibilidad de capital" y Knight en la existencia de "infinitas oportunidades de inversión", la Escuela Neoclásica recurre a la llamada "regla de oro de la acumulación de capital". El término fue acuñado por Edmund Phelps en su artículo *The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen* (1961), y básicamente trata de responder a la cuestión de hasta qué punto se acumulará capital dentro de una economía y, por tanto, hasta qué punto colapsará el tipo de interés. La respuesta de Phelps a esta cuestión es que se tenderá a acumular capital hasta maximizar intertemporalmente el consumo de cualquier generación; esa es justamente la regla de oro: "haz a las generaciones futuras lo que te gustaría que las generaciones pasadas hubiesen hecho contigo". ¿Y cuál es ese punto en el que se maximiza intertemporalmente el consumo? Aquella acumulación de capital en que su tasa de retorno neta iguale la tasa de crecimiento natural de la economía: en ese punto, el

ahorro agregado procederá exclusivamente de ahorrar la totalidad del retorno del capital y será reinvertido por entero de tal manera que el stock de capital mantenga su peso en relación con la producción agregada de la economía. Si la tasa de retorno fuera superior al crecimiento de la economía, el capital podría seguir acumulándose para incrementar el consumo de las generaciones venideras a expensas del consumo de la generación presente; si, en cambio, la tasa de retorno fuera inferior al crecimiento, el capital podría desacumularse para incrementar el consumo de la generación presente a costa de las venideras. Técnicamente, PM_k = i, y a su

vez , o si hay crecimiento en el número de trabajadores, , donde PM_k es la productividad marginal del stock de capital, i es el tipo de interés, delta es la tasa de depreciación del capital, g la tasa natural de crecimiento de la economía y n la tasa natural de crecimiento de la fuerza laboral. O tal como resumió Phelps en *Second Essay on the Golden Rule of Accumulation*(1965): "Si existe una senda de crecimiento de la edad de oro donde la tasa de retorno neta social de la inversión sea igual a la tasa de crecimiento (…) —o, en términos de mercado, una senda de crecimiento de la edad de oro donde el tipo de interés competitivo sea igual a la tasa de crecimiento y por tanto la inversión bruta sea igual a las ganancias competitivas brutas del capital—, entonces esta senda de crecimiento de la edad de oro nos proporcionará una senda de consumo que será superior para todas las generaciones a la senda de consumo de cualquier otra edad dorada".

Por consiguiente, para la Escuela Neoclásica el tipo de interés vendrá dado por la productividad marginal del capital y ésta se hallará en equilibrio intertemporal cuando cumpla la regla de oro de la acumulación de capital, esto es, cuando el consumo intertemporal sea máximo para todas las generaciones. En ese caso, el tipo de interés coincidirá con la tasa natural de crecimiento de la economía más, en su caso, la tasa natural de crecimiento de la fuerza laboral. Conviene fijarse en que, en el fondo, lo que esto significa es que la acumulación de capital aumenta continuamente hasta que su tasa de retorno colapsa y se iguala con el crecimiento natural de la economía (momento en el que ya no puede crecer más, pues el retorno adicional no permitiría cubrir el coste de la inversión).

La teoría del interés de la Escuela Neoclásica era, empero, deficiente por dos motivos: primero, por asumir que los rendimientos del capital son necesariamente decrecientes cuando, como veremos más adelante, en muchos casos pueden ser crecientes; y segundo, porque para calcular la productividad del capital es necesario, previamente, contar con una definición de capital y, como también veremos en el siguiente epígrafe, es imposible definir el capital sin contar con un tipo de interés *previo*. Dicho de otra manera, tal como hemos estudiado con anterioridad, la productividad marginal del capital puede contribuir a determinar el tipo de interés, pero jamás podrá explicarlo de manera aislada, ya que el cálculo de la productividad del capital presupone la existencia de un tipo de interés.

Ésta fue, de hecho, la devastadora crítica que al Escuela de Cambridge le lanzó a la Escuela Neoclásica: la existencia de Efectos Wicksell —cambios endógenos en el valor del capital ante alteración del tipo de interés— provocará que el valor monetario del capital dependa decisivamente de cuál es el tipo de interés y, por tanto, ante la imposibilidad de definir nada parecido a una cantidad de "capital real", habrá que descartar que el tipo de interés sea la productividad marginal de un "algo" (el capital) que se define una vez determinado el tipo de interés. En términos financieros, diríamos que si el capital es el valor presente de las rentas futuras, antes de conocer el capital (y, por tanto, poder calcular su "productividad marginal") deberemos conocer cuál es el tipo al que se descuentan esas rentas. Tal como resumió Piero Sraffa en su artículo *Production of Commodities: A Comment* (1962): "A uno no le queda más que plantearse cuál es la utilidad de una cantidad de capital o de un período de producción

que, al depender del tipo de interés, no puede usarse para su finalidad tradicional: a saber, determinar el tipo de interés".

La crítica de la Escuela de Cambridge a la Escuela Neoclásica es certera y de hecho impactó de lleno en las filas Neoclásicas. Robert Solow, por ejemplo, intentó defender su definición de tasa de retorno en *Capital Theory and the Rate of Return* aduciendo que: "Para calcular el tipo de retorno tal como lo he definido, no necesitamos medir el 'capital'. Es más, una persona cuidadosa se dará cuenta de que podemos definirlo sin siquiera mencionar la palabra 'capital'". Sin embargo, la definición de Solow de tasa de retorno [(k-h)/h] —que vendría a ser la de Knight: la ganancia permanente en términos de producción como consecuencia del coste de una vez en términos de consumo sacrificado— no es ni mucho inmune a la crítica de Cambridge: a menos que nos encontremos en una economía con un solo producto, la única forma de calcular la tasa de retorno es asignando precios de mercado a k y h, pero justamente la estructura de precios de mercado ya *presupone* un cierto tipo de interés (en forma de diferenciales irreductibles entre precios y costes). Por tanto, el problema que implica presuponer una estructura de precios previa es el mismo que el de presuponer un valor del capital: la teoría del interés debe explicar el capital o la estructura de precios, y no al revés. Tal como le reprochó Luigi Pasinetti a Solow en en *Switches of Technique and the "Rate of Return" in Capital* Theory (1969): "Los conceptos de 'ganancia permanente' y de 'coste de una vez' están siendo definidos en términos físicos, cuando representan mercancías heterogéneas. Por tanto, si queremos llegar a una ratio única [que exprese la tasa de retorno] para el sistema económico en su conjunto (…) necesitamos de un sistema de precios. Pero cualquier sistema de precios depende de la distribución del producto neto entre salarios y ganancias, esto es, depende de la tasa de retorno para cuya determinación, por tanto, no se proporciona ningún criterio".

Sin embargo, fijémonos en que la anterior es una crítica irrelevante para aquellos teorías del interés que hacen depender a este último de las preferencias temporales, de riesgo y de liquidez de los ahorradores: en tal caso no presupone la existencia de un monto de capital —o de una estructura de precios a partir del cual calcular el tipo de interés—, sino que, al contrario, se considera que el tipo de interés derivaba de las preferencias temporales, de riesgo y de liquidez de los agentes económicos y que, sólo una vez determinado éste, podíamos proceder a calcular el capital. De ahí que, en realidad, la solución que ofrecieron los partidarios de la Escuela de Cambridge al problema del interés no fuera la única posible y, como ahora mostraremos, tampoco fuera la adecuada.

En todo caso, la teoría del interés de la Escuela de Cambridge tampoco se alejaba en la práctica demasiado de la visión de la Escuela Neoclásica. Su punto de partida es común: la tasa de ganancia es una apropiación por parte de los capitalistas del excedente físico de producción en detrimento de los trabajadores. Pero mientras la Escuela Neoclásica considera que es posible individualizar qué porción de ese excedente ha sido producido por cada factor productivo (según sus respectivas productividades marginales), la Escuela de Cambridge rechaza que el capital sea un factor productivo al que quepa imputarle un rendimiento propio dentro del excedente. Al contrario, la Escuela de Cambridge cree que el excedente productivo se determina exógenamente a la remuneración de los factores (y estas remuneraciones, a su vez, también son elementos exógenos al sistema económico). Su punto de partida es que la producción anual neta (el equivalente al Producto Interior Neto) y las técnicas productivas disponibles están determinadas por factores institucionales de carácter extraeconómico. Y, a su vez, la remuneración de trabajadores (tasa salarial) o la remuneración de los capitalistas (tasa de ganancia) también se halla determinada por factores institucionales extraeconómicos.

En el fondo, pues, lo que la Escuela de Cambridge está diciendo es que en la distribución del excedente productivo hay tres variables (excedente productivo, tasa de ganancia y tasa salarial), de las cuales dos son independientes. Piero Sraffa remarcó esta idea en su libro *Production of Commodities by Means of Commodities* (1960): “La consecuencia de añadir el salario como una de las variables del sistema es que el número de variables pasa a exceder en una el número de ecuaciones y, por tanto, el sistema tiene un grado de libertad; con lo cual, si fijamos una de las variables, las otras quedan también determinadas”.

De las tres, la única variable que la Escuela de Cambridge asume que es indudablemente independiente del resto es el excedente productivo. En cambio, la Escuela no se postula taxativamente sobre si la otra variable independiente es la tasa de salarios o la tasa de ganancia. Lo único cierto es que, precisamente porque una de esas variables será independiente y la otra dependiente, ambas pueden relacionarse en términos funcionales. Según Sraffa: “Si R es la máxima tasa de ganancias y w la proporción del producto neto que es percibida en forma de salarios, la tasa de ganancia es r = R*(1-w). Por tanto, conforme el salario se va reduciendo de 1 a 0, la tasa de ganancia se incrementa en proporción directa a la deducción practicada al salario”.

Así las cosas, la cuestión a plantearse pasa a ser cuál de las dos variables es la independiente. Los economistas clásicos tendían a pensar que la variable independiente era la tasa de salarios, siendo los beneficios el residuo que le restaba al empresario. Como recuerda Pierangelo Garagnani en *Value and Distribution in the Classical Economists and Marx* (1984):

Se asume que dos magnitudes son conocidas antes de asignar el excedente no salarial: por un lado, los salarios reales, esto es, las cantidades de diversas mercancías que constituyen la tasa salarial; por otro, el producto social, esto es, el conjunto agregado de mercancías producidas durante un año. Como además también conocemos las condiciones técnicas de la producción de las diversas mercancías con anterioridad a la asignación del excedente no salarial, entonces un determinado producto social implica una cantidad dada de trabajadores ocupados. (…) El excedente no salarial —esto es, la porción del producto social que va a parar a las clases sociales no proletarias— puede calcularse sustrayendo el consumo necesario del producto social neto, esto es:

O esquemáticamente:

Fuente: Garegnani (1984)

Sin embargo, la Escuela de Cambridge también admite la posibilidad de que la variable independiente no sea la tasa salarial, sino la tasa de ganancia. Por ejemplo, Sraffa lanza la hipótesis en su libro de que la tasa de ganancia podría venir determinada por el tipo de interés del dinero fijado por el banco central: “La elección del salario como variable independiente durante los primeros estadios del análisis se debía a que allí la considerábamos como una variable determinada por las condiciones psicológicas y sociales, que son independientes de los precios o de la tasa de ganancia. Pero tan pronto como admitimos la posibilidad de múltiples posibles divisiones del excedente productivo, esas consideraciones pierden gran

parte de su fuerza. Es más, cuando fijamos el salario referenciándolo a un patrón más o menos abstracto y sin significado concreto hasta que los precios de las mercancías no hayan sido determinados, la posición termina por invertirse. La tasa de ganancia, como tasa que es, posee un significado independiente de cualquier conjunto de precios, y puede en consecuencia determinarse desde fuera del sistema: en concreto, por el nivel del tipo de interés del dinero". En ese caso, las variables independientes serían la producción agregada neta, las técnicas productivas, el salario de subsistencia y la tasa de ganancia, siendo el excedente salarial por encima de los salarios de subsistencia la variable dependiente.

O esquemáticamente:

Fuente: Garegnani (1984)

En cualquier caso, ni Sraffa ni sus discípulos se mostraron categóricos con respecto a cuál de ambas variables (si la tasa salarial o la de ganancia) era la verdaderamente independiente dentro de un sistema económico: una de ambas debía ser independiente y la otra dependiente, pero no quedaba resuelto cuál. La finalidad de su mensaje se centraba más bien en destacar que las remuneraciones de los factores no eran endógenas al sistema productivo, sino exógenas al mismo: son el resultado de relaciones sociales, institucionales y de poder que tienen un carácter extraeconómico. De ahí que, para la Escuela de Cambridge, fuera la técnica productiva (de entre todas las disponibles) la que se adaptara a las remuneraciones específicas y no las remuneraciones específicas a la técnica productiva escogida. Gracias a ello, Sraffa puede conectar tanto con Marx como con Keynes: conecta con Marx porque la determinación de la tasa de ganancia bien puede ligarse un elemento de la estructura social (la propiedad privada de los medios de producción por parte de los capitalistas), siendo la tasa de plusvalía el resultado exógeno de esas relaciones de dominación; y conecta con Keynes porque, como ahora comprobaremos, Keynes veía la terminación de la tasa de ganancia como dependiente del tipo de interés del dinero (que sería el elemento exógeno manejado por el banco central).

Una versión complementaria a la de Sraffa —desarrollada originalmente por la vertiente postkeynesiana de la Escuela de Cambridge— es la que presentó Nicholas Kaldor en su artículo *Alternative Theories of Distribution* (1956), donde utiliza la teoría del multiplicador keynesiano para explicar los cambios en la distribución de la renta. Básicamente, el multiplicador keynesiano establece que un aumento del gasto en inversión provoca un incremento multiplicado de la producción agregada, lo que además se traducirá en un mayor nivel de empleo. Ahora bien, si una sociedad ya se halla en los niveles de pleno empleo, los cambios en la inversión no incrementarán la actividad, sino que modificarán la distribución de la renta.

Así, podemos dividir el la producción neta agregada (Y) entre salarios (W) y beneficios (P). Asumiendo, además, que el ahorro (S) es igual a la inversión (I) y que el ahorro se determina por la suma de la porción de renta ahorrada de los trabajadores (s_w*W) y de los beneficios ahorrados por los capitalistas (s_w*P),

Podemos llegar a la conclusión de que la inversión es igual a la suma del ahorro de trabajadores y del ahorro de capitalistas:

A su vez, que el peso de la inversión en la renta total será igual a la tasa de ahorro de los trabajadores más el diferencial de ahorro entre capitalistas y trabajadores sobre el peso de los beneficios en la renta total:

Lo que finalmente significa que la partición de los beneficios en la renta total es igual al peso de la inversión en la renta total multiplicado por lo que Kaldor llama "el coeficiente de sensibilidad en la distribución de la renta": $1/(s_c-s_w)$

Dividiendo a ambos lados por K, esto es, por el capital acumulado, llegamos a la conclusión de que la tasa de ganancia es:

Si el ahorro de los trabajadores fuera igual a 0% de su renta y los capitalistas no gastaran nada en consumo (es decir, ahorraran el 100% de su gasto en inversión) entonces la porción de los beneficios sobre la renta total así como la tasa de ganancia quedarían simplemente determinada como:

Esta última expresión refleja una de las principales y más famosas tesis del economista polaco Michal Kalecki, según la cual "los trabajadores gastan lo que cobran y los capitalistas cobran lo que gastan". Y es que, en efecto, sobre la ecuación anterior, la tasa de ganancias viene determinada por la tasa de ahorro de los capitalistas: cuanto menos ahorren, más beneficios obtienen. Claro que para que el resultado de Kaldor y Kalecki sea cierto, había que asumir que los trabajadores no ahorraban, pero fue el neorricardiano Luigi Pasinetti quien quiso demostrar que, incluso si los trabajadores ahorraban, los beneficios de los capitalistas seguían dependiendo sólo de su propio gasto: tal como expuso en *Rate of Profit and Income Distribution in Relation to the Rate of Economic Growth* (1962), si en el modelo kaldoriano anterior se diferenciaba entre P_c y P_w, en función de si los beneficios afluían a los trabajadores o a los capitalistas, y, además, se asumía que los capitalistas remuneraban a los trabajadores por el capital que les pedían prestados a la tasa de ganancias de la economía, entonces la participación de los beneficios en la economía seguía siendo $P/Y=(1/s_c)*(I/Y)$ y la tasa general de ganancia $P/K=(1/s_c)*(I/K)$. Lo único que cambiaba en el modelo de Pasinetti era reconocer que los trabajadores, como ahorradores, percibían una porción de los beneficios totales: "Este es el resultado más llamativo de nuestro análisis. A largo plazo, la propensión de los trabajadores a ahorrar, aunque influye en la distribución entre capitalistas y

trabajadores, no influye en la distribución entre beneficios y salarios. ¡Ni siquiera influye en la ecuación de la tasa de ganancia!”.

Es decir, la tasa de ganancia es igual a la reinversión del capital (I/K) multiplicada por el multiplicador del gasto de los capitalistas ($1/s_c$). La cuestión es en qué punto se estabilizará esa tasa de ganancia resultante de multiplicar la tasa de reinversión en condiciones de equilibrio. Y, asumiendo que se mantienen constantes las remuneraciones relativas de los factores, la tasa de ahorro de los capitalistas y la tasa natural de crecimiento, entonces la tasa de ganancia tenderá a converger con la tasa natural de crecimiento dividida entre la tasa de ahorro de los capitalistas.

A la postre, recordemos que la tasa de reinversión de los capitalistas es igual a un porcentaje de sus beneficios ahorrados, de manera que, por mera progresión geométrica, la tasa de reinversión del capital tendrá que igualarse a la tasa natural de crecimiento de la economía.

Por ejemplo, si la participación de los beneficios en el PIB es del 20%, la tasa de inversión el 50% de los beneficios y la tasa natural de crecimiento de la economía del 5%, la tasa de beneficios terminará convergiendo a largo plazo en el 10%, aun cuando parta de niveles muy alejados.

En equilibrio, por consiguiente, la tasa de ganancia es igual a la tasa natural de crecimiento por el multiplicador del gasto de los capitalistas. Pero dado que el porcentaje de la producción total que vaya a parar a los capitalistas es un elemento indeterminado y dependiente del contexto institucional, en principio cualquier tasa de ganancia es posible. Nótese, eso sí, que en el caso de que la tasa de ahorro de los capitalistas sea igual a 1 (es decir, se reinvierta la totalidad de los beneficios), la tasa de ganancia de la Escuela de Cambridge es igual a la determinada por la regla de oro de la Escuela Neoclásica:

No en vano, Joan Robinson llamó a esa situación de equilibrio “Edad de Oro”. Así, en su libro *The Accumulation of Capital* (1956): “Cuando el progreso técnico es neutral, se progresa regularmente sin cambios en los patrones de producción, el mecanismo competitivo funciona en libertad, la población crece (si es que crece) a una tasa regular y la inversión marcha a un ritmo suficiente como para dar empleo a todos los trabajadores, la tasa de ganancia tiende a ser constante y los salarios reales a crecer con la renta per cápita (…) La producción anual y el stock de capital (valorado en términos de mercancías) crecen conjuntamente a una tasa constante y proporcional al incremento de la fuerza laboral y el crecimiento per cápita. Podemos describir estas condiciones como la *Edad de Oro* (dando a entender que se trata de una situación mitológica que probablemente no se dará en ninguna economía)”.

Evidentemente, el gran error de Sraffa y de la Escuela de Cambridge fue asumir que la producción agregada es una magnitud dado exógenamente al sistema económico cuando, por el contrario, es consecuencia de su específica organización empresarial. Es la competencia entre planes empresariales que asignan funciones y remuneraciones concretas a los diversos factores productivos lo que engendra una estructura productiva que da lugar a una determinada producción agregada: la producción agregada no procede de la combinación general de factores productivos con tecnología, sino de combinaciones y recombinaciones particulares. De ahí que cualquier conjunto de remuneraciones relativas no sea compatible con cualquier nivel de producción agregado en la medida en que podría haber deficiencias agregadas o sectoriales de capital y de trabajo. De ahí que las remuneraciones y nivel de producción potencial se determinen simultáneamente y no secuencialmente. Por ejemplo, si el wacc exigido por los capitalistas es del 5% y se impone una tasa de ganancia del 0%, el resultado será una descapitalización progresiva de la sociedad que irá hundiendo sus niveles productivos.

Kaldor, en parte, reconoce este extremo al admitir que el porcentaje de inversión sobre la producción total (I/Y) no es totalmente independiente de la tasa de retorno o de la tasa salarial: "Existen cuatro razones por las que [la anterior independencia] podría no ser cierta, o sólo serlo de manera limitada: 1) La primera es que el salario real no puede caer por debajo de cierto mínimo de subsistencia (…) 2) El segundo es que el porcentaje de beneficios no puede caer por debajo de cierto nivel que proporcione una tasa mínima como para inducir a los capitalistas a invertir su capital, algo que podríamos llamar "prima de riesgo" (…) 4) La cuarta es que la ratio capital/producción no puede verse influido por la tasa de ganancia, pues en tal caso la ratio inversión/producción dependería de la tasa de ganancia (…) Si la sensibilidad de la ratio capital/producción ante el porcentaje de beneficios fuera alta, el porcentaje de beneficios ya no podría considerarse que queda determinada por las ecuaciones del modelo". Dicho de otra manera, la inversión y las técnicas de producción dependen de las remuneraciones de los factores y éstas no son aleatorias y resultado de circunstancias institucionales, sino que dependen de las preferencias de los agentes. Kaldor sólo reconoce la existencia de una prima de riesgo dentro de la tasa de ganancia, cuando, como hemos visto, también habría que incluir la prima temporal y de liquidez.

En definitiva, tanto la Escuela Neoclásica como la Escuela de Cambridge coinciden en observar la tasa de ganancia como el reparto del excedente de producción una vez cubiertos sus costes. La diferencia estriba en que la Escuela Neoclásica considera que el reparto de ese excedente se efectúa según la contribución marginal de cada factor productivo a la generación de ese excedente (productividad marginal del trabajo y productividad marginal del capital) mientras que la Escuela de Cambridge sostiene que la generación y el reparto del excedente son cuestiones de facto independientes.

En el fondo, empero, las posiciones de ambas escuelas no estaban tan alejadas como en principio podría parecer. La conclusión práctica a la que conduce la Escuela de Cambridge es que el bienestar de los trabajadores se maximiza minimizando la remuneración de los capitalistas. En el extremo, la remuneración del capital puede caer a cero sin que el nivel de producción agregado se reduzca. Como decía Sraffa: "Cuando la tasa salarial es igual a 1, toda la renta nacional va a parar a los salarios y la tasa de ganancia desaparece". Ciertamente, la Escuela Neoclásica no coincidirá en que pueda fijarse arbitrariamente la tasa de ganancia a cero sin que ello perjudique el bienestar de los trabajadores (y parte de la Escuela de Cambridge tampoco llevaría sus conclusiones hasta ese extremo), ya que una tasa de ganancia demasiado baja reducirá, a su juicio, la dotación de capital por trabajador y, por tanto, la producción agregada. Ahora bien, no deberíamos perder de vista que cuando la Escuela de Cambridge afirma que las remuneraciones de los factores se determinan exógena e

independientemente del nivel de producción, lo hace bajo una premisa muy clara: el nivel de producción agregado está dado también exógenamente y no cambia: es decir, el crecimiento es cero (análisis estático). La cuestión, entonces, pasa a ser: atendiendo a la regla de oro de la acumulación de capital defendida por la Escuela Neoclásica, ¿cuál debe ser la tasa de ganancia en un entorno de crecimiento natural igual a cero? Y, en efecto, bajo esas condiciones (que son las que suscribe la Escuela de Cambridge: output dado) la tasa de ganancia también deberá ser igual a cero para la Escuela Neoclásica, alcanzándose por esta vía un acuerdo entre ambas Escuelas.

El error de ambas escuelas, empero, se basa en no reconocer el papel clave que juegan las preferencias de los ahorradores en materia de tiempo, riesgo y liquidez para determinar el nivel de acumulación de capital (y la estructura de la inversión de ese capital). Son los ahorradores los que, al proporcionar financiación para determinados proyectos empresariales bajo unas ciertas remuneraciones que les compensan el coste de oportunidad de la espera, la asunción de riesgos y la iliquidez a la que someten sus ahorros, permiten configurar una determinada estructura productiva con una determinada capacidad de producción. Sólo bajo la hipótesis de que esas preferencias son inferiores en todo momento a la productividad marginal del capital (Escuela Neoclásica) o irrelevantes (Escuela de Cambridge) puede reputarse la tasa de ganancia como una parte del reparto del excedente de producción. En realidad, incluso sin incrementos de la producción podría haber tipo de interés en las operaciones de financiación ya que el tipo de interés es, ante todo, un descuento valorativo con respecto a la producción futura. Eso es lo que sucede, de hecho, en la financiación de los préstamos al consumo: se anticipa meramente consumo del futuro al presente sin incrementar por ello la producción futura; y no por ello los préstamos al consumo dejan de llevar asociado un tipo de interés.

El interés como pago por el poder adquisitivo del dinero

Como ya tuvimos ocasión de estudiar en las lecciones 1 y 2, tanto la Escolástica como los mercantilistas consideraban el tipo de interés como un fenómeno esencialmente monetario. Fueron Turgot y Rae los primeros que lograron reconducir la teoría del interés hacia una teoría general de los intercambios intertemporales, hasta que finalmente Böhm-Bawerk zanjó la cuestión a finales del s. XIX con su magna obra *Capital e interés*. Conviene remarcar, en este sentido, que ni la Escuela Marxista, ni la Escuela Neoclásica ni, con matices, la Escuela de Cambridge cuestionan que la esencia del tipo de interés sea no monetaria: la primera hace depender la plusvalía de la apropiación de parte del tiempo de trabajo del obrero, la segunda de la productividad marginal del factor “capital”, y la tercera de un reparto institucionalmente arbitrario del excedente de producción (si bien el tipo de interés del dinero sí podría influir en la determinación de ese reparto). Por consiguiente, parecería que las teorías monetarias del interés fueron definitivamente enterradas con el mercantilismo. Pero no: durante la primera mitad del s. XX, las teorías monetarias del interés fueron ampliamente revigorizadas de la mano de Joseph Alois Schumpeter y, sobre todo, de John Maynard Keynes.

Schumpeter, alumno de Böhm-Bawerk en sus seminarios de Viena, se alejó parcialmente de la teoría del interés de su maestro por cuanto consideraba que la prima de utilidad de los bienes presentes sobre los bienes futuros no estaba justificada. En su opinión, una economía estática y en libre competencia terminaría eliminando el diferencial entre precios y costes, esto es, el interés. Tal como escribió en *The Theory of Economic Development* (1911 [1934]): “En una economía estática no existe el interés productivo”. Así las cosas, Schumpeter pasó a defender una concepción del tipo de interés de raigambre mercantilista aunque combinada con la tercera razón aducida por Böhm-Bawerk para justificar el interés (la productividad de los procesos productivos presentes): a su juicio, el interés emergía de la demanda empresarial

de poder adquisitivo —medios de pago— con el propósito de reinvertirlo y obtener una ganancia: "El interés es un elemento dentro del precio del poder adquisitivo, necesario este último para controlar bienes de producción". Ahora bien, esta demanda de poder adquisitivo no engendraría interés alguno si no fuera porque puede ser usado productivamente: "El interés puede adquirir la importancia económica y social que hoy posee solamente porque el control presente del poder adquisitivo significa más poder adquisitivo futuro para el prestatario". Y dado que el interés dependía de la oferta y demanda de medios de pago, Schumpeter pensaba que el crédito bancario podía rebajar el interés, aunque probablemente jamás llegaría al 0% debido a la existencia de oportunidades de inversión cuasi infinitas: "Las posibilidades de obtener beneficios , y con ellas la potencia demanda de poder adquisitivo, no tienen un límite definido. En consecuencia, la demanda a tipo de interés cero siempre será superior a la oferta, que sí está limitada". Justamente esa visión del crédito bancario como el gran proveedor de financiación y regulador de los tipos de interés es lo que le lleva a afirmar que "el mercado monetario siempre es el cuartel central del sistema capitalista".

El gran problema de la teoría schumpeteriana es considerar que el interés se abona por el control de poder adquisitivo, cuando, en realidad, se abona por el control de bienes económicos más cercanos en términos de tiempo y de riesgo a la satisfacción de nuestros fines. Para que Schumpeter tuviera razón —esto es, para que el tipo de interés se abonara por el poder adquisitivo y no por los bienes económicos que pueden adquirirse con él—deberían darse estas dos circunstancias: que los saldos de tesorería disfrutaran del monopolio en la oferta de financiación o que la demanda de financiación en forma de saldos de tesorería fuera una demanda autónoma con respecto a la demanda de inversión en forma de bienes económicos. Pero ninguna de estas dos circunstancias es cierta.

En primer lugar, como ya hemos tenido ocasión de analizar en las lecciones 5 y 6 —y como el propio Schumpeter reconocía—, el dinero no tiene el monopolio de la provisión de financiación. Es perfectamente posible proporcionar financiación a través del crédito y, en ese sentido, cualquier agente económico que disponga de bienes económicos demandados por los inversores puede extenderles financiación a crédito: basta con que les venda esos bienes económicos y acepte diferir el momento del pago. El poder adquisitivo relevante, como ya supiera ver Say, no es el constituido por los saldos de dinero, sino por los bienes económicos: también para los inversores que, en última instancia, desean controlar bienes económicos y no saldos de tesorería. Por consiguiente, la oferta de financiación en forma de saldos de tesorería compite con la oferta de financiación en forma de bienes económicos.

Pero es que, como ya vimos en la lección 3 cuando Richard Cantillon criticaba a los mercantilistas, ni siquiera cuando la financiación sólo pudiera proporcionarse en dinero, el dinero ostentaría un poder de monopolio como para poder cobrar intereses. Es verdad que un aumento del atesoramiento que minore la oferta de financiación tenderá, a corto plazo, a incrementar el tipo de interés, pero en la medida en que, como hemos expuesto con más detalle en la lección 6, también acabará reduciendo los precios, la demanda de capital para acceder a un mismo volumen real de inversión terminará reduciéndose, lo que hará que los tipos de interés regresen a su nivel anterior. Por tanto, el tipo de interés "de equilibrio" no depende, en principio, de la relación entre la oferta y la demanda de dinero: aunque la gente que atesore se niegue a invertir, en la medida en que los precios de todos los bienes y servicios (incluidos los factores productivos) tenderán a caer, los atesoradores estarán proporcionando una financiación general y difusa a todos los que sí deseen invertir (y, en cierto modo, podría entenderse que también cobran una rentabilidad general y difusa en forma de mayor poder adquisitivo futuro de la unidad monetaria derivado de la mayor producción que, a su vez, deriva de la financiación general y difusa que han provisto). Además, si todo el mundo atesorara la parte de su renta que no destina al consumo, las caídas de precios de los bienes

que no fueran de consumo serían tan intensas que la rentabilidad de la inversión (la TIR, en este caso, la rentabilidad implícita de comprar factores productivos a bajo precio y revenderlos como bienes de consumo a precio elevado) sería tan elevada que induciría a mucha gente a desatesorar sus saldos de tesorería para invertirlos o para prestárselos a otros y que esos otros los invirtieran.

El segundo de los motivos que vuelven incorrecta la teoría del interés de Schumpeter es que, como decíamos, no existe una demanda de financiación en forma de saldos de tesorería que sea separable de la demanda de los bienes económicos que el inversor desea adquirir con tales saldos de tesorería. Los inversores no piden prestados saldos de tesorería para mantenerlos permanentemente atesorados, sino con el propósito de invertirlos en forma de bienes de capital: y es que no tiene ningún sentido pagar intereses en dinero sobre unos saldos de dinero que, atesorados, no generan rentabilidad alguna. Por consiguiente, la demanda de financiación en forma de saldos de tesorería compite con la demanda de financiación en forma de bienes económicos.

Por ambas razones, el intento de Schumpeter de atribuir el interés a la demanda de poder adquisitivo y no de los bienes económicos presentes necesarios para acometer inversiones carece de fundamento: ni los saldos de tesorería poseen el monopolio de la oferta de financiación ni la demanda de financiación en forma de saldos de tesorería es separable de la demanda de dinero. Que el tipo de interés se exprese y se abone generalmente en dinero no significa que sea un interés pagadero por el dinero. Ahora bien, es menester reconocer que, justamente por lo anterior, las teorías monetarias del interés resultan tan intuitivamente atrayentes y tienden a seducir a gran parte de la población a poco articuladas que se presenten. Si la teoría schumpeteriana alcanzó escasa difusión fue por un elemento clave ausente en su sistema: no explicar las razones económicas que inducían a demandar dinero y, con ello, a elevar los tipos de interés. El tratamiento que ofrece Schumpeter sobre este punto es bastante pobre y tautológico: "El interés debe ser igual a la utilidad estimada sobre su dinero del capitalista marginal (…) La valoración del último prestamista depende de la importancia que él le atribuye al curso normal de su vida económica". Schumpeter no explicó las razones por las que el atesoramiento de dinero podía ser mayor o menor y, por tanto, fue incapaz de conformar una auténtica función de oferta de fondos prestables.

Este decisivo paso fue el que dio John Maynard Keynes en *La Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* (1936). Como ya hemos dicho, Keynes fue el economista que más contribuyó a reavivar las teorías monetarias del interés y lo logró al explicar la demanda de dinero según la preferencia por la liquidez (esto es, por la prima de liquidez). El gran problema de su teoría no es que sea incorrecta, sino que es incompleta: es decir, que *sólo* hizo depender el tipo de interés de la prima de liquidez. En este sentido, el planteamiento del interés de Keynes comienza discurriendo por una senda muy schumpeteriana al sostener los intereses son el precio que los inversores deben pagar a los tenedores de saldos de tesorería para inducirles a no atesorar y a proporcionarles financiación: "Podemos aproximar la preferencia por la liquidez a través del atesoramiento (…) La propensión de los agentes económicos a atesorar sólo contribuye a determinar el tipo de interés que iguala los deseos agregados de atesorar con los saldos de tesorería disponibles. La muy extendida costumbre de obviar la relación que existe entre el tipo de interés y el atesoramiento puede en parte explicar por qué normalmente se considera al interés como una recompensa por no gastar cuando, por el contrario, debería ser visto como una recompensa por no atesorar". Pero, a diferencia de Schumpeter, Keynes sí explicita las razones por las que los agentes poseen ciertas preferencias por la liquidez, esto es, por atesorar dinero en lugar de por invertirlo: como ya hemos visto, la demanda de dinero con motivo de transacción, la demanda con motivo de precaución y, sobre todo, la demanda con motivo de especulación.

Es más, como también hemos constado, la teoría de la preferencia por la liquidez keynesiana puede basarse en la reformulación mucho más general de James Tobin, esto es, en la consideración del dinero como un activo financiero para protegerse frente a la incertidumbre futura. Por eso Keynes sí tuvo éxito dónde Schumpeter no: porque proporcionó las bases para formalizar su teoría del interés en un modelo económico sencillo con el que los economistas pudieran trabajar: una curva de oferta de fondos prestables (dependiente de la preferencia por la liquidez) y una curva de demanda de fondos prestables (dependiente de la rentabilidad esperada de las inversiones) cuya intersección fuera el tipo de interés del dinero.

Pero Keynes no se detuvo ahí e intentó probar que la subordinación de los tipos de interés a la preferencia por la liquidez era un fenómeno problemático dentro del sistema capitalista. En su opinión, los inversores sólo pueden obtener financiación de los tenedores de dinero y, por tanto, para poder captarla necesitarán ofrecerles un tipo de interés que cubra su preferencia por la liquidez: pero los inversores sólo podrán pagar tales sumas si sus inversiones financieras les proporcionan una rentabilidad (una "eficiencia marginal", en el lenguaje de Keynes) lo suficientemente alta; en caso de que la rentabilidad esperada de sus inversiones sea inferior al tipo de interés del dinero (determinado por la preferencia por la liquidez), los inversores no invertirán: "Conforme se incrementa la cantidad de activos en la economía —los cuales que comienzan proporcionando una eficiencia marginal al menos igual al tipo de interés—, su eficiencia marginal tenderá a caer. En tal caso, se alcanzará un punto en el que ya no salga a cuenta producirlos, *a menos que el tipo de interés caiga* pari passu. Cuando no haya ningún activo cuya eficiencia marginal del capital cubra el tipo de interés, toda inversión adicional en activos se paralizará".

El tipo de interés del dinero, pues, será para Keynes uno de los responsables de que exista desempleo involuntario entre los trabajadores y, a su vez, de que la acumulación de capital no aumente lo suficiente como para que la rentabilidad de todos los activos caiga a cero. O dicho de otra manera, para Keynes los capitalistas pueden seguir siendo rentistas gracias a que tienen la opción de atesorar dinero y volver el capital artificialmente escaso: "La única razón por la que los servicios esperados que proporcionará un activo poseen un valor superior a su precio de mercado presente es porque ese activo es escaso; y sigue siendo escaso por la competencia que le supone el tipo de interés del dinero. Si el capital se volviera menos escaso, el exceso de retorno disminuiría, sin que el activo se volviera menos productivo (al menos, desde un punto de vista físico)".

Por ello, Keynes defiende el abandono del patrón oro y que el banco central actúe activamente para mantener los tipos de interés en el punto más reducido posible: "El desempleo emerge porque, digamos, la gente quiere coger la luna con las manos: los hombres no pueden estar empleados cuando su objeto de deseo (el dinero) es algo que no puede ser producido y cuya demanda no puede reprimirse. El único remedio es persuadir al público de que ese queso verde [Keynes se refiere con "queso verde" a la luna, valiéndose del proverbio inglés: "The Moon is made of green cheese"

] es prácticamente lo mismo que disponer de una fábrica de queso verde (el banco central) bajo el control público. Merece la pena darse cuenta de que aquella característica que tradicionalmente nos ha llevado a considerar al oro como el mejor activo monetario —su oferta inelástica— es precisamente el origen del problema". En su versión moderna más extrema, la de la Modern Monetary Theory (MMT), directamente se presiona para que el banco central imponga unos tipos de interés del 0%. Así, Warren Mosler y Mathew Forstater afirman en *The Natural Interest Rate is Zero* (2004) que: "El banco central claramente controla los tipos de interés a corto plazo en un sistema de moneda fiat con tipos de cambio

fijos, y hay numerosas razones para que el banco central fije el tipo de interés a un día en el 0%, dejando que los mercados añadan los correspondientes diferenciales de riesgo".

La teoría keynesiana de los tipos de interés sufre de los mismos errores que la schumpeteriana, aunque tenga su punto de razonabilidad. En efecto, y como ya hemos expuesto, el atesoramiento de dinero sí constituye una barrera contra que los tipos de interés se reduzcan por debajo del wacc: si la rentabilidad ofrecida por los inversores no cubre el coste del capital, los ahorradores preferirán atesorar antes que invertir. Pero esto no significa que el único componente del wacc sea la prima de liquidez: la prima de liquidez podría ser nula (por ejemplo, si los inversores no esperaran querer modificar su posición inversora o anticiparan un reducido coste de hacerlo), pero aun así los tipos de interés podrían ser positivos como consecuencia del retraso en la satisfacción de los fines del ahorrador y en la asunción de riesgos.

Keynes ve problemático que la incertidumbre pueda conducir a una parálisis inversora, pero en principio parece lo más lógico: si el futuro se observa con enorme desconfianza, lo racional no es invertir a largo plazo exponiéndose a altísimos riesgos. Ello incluye, por supuesto, el riesgo de que una alta volatilidad en las preferencias temporales y la aversión al riesgo de los agentes: si, por ejemplo, los ahorradores reputan altamente probable que en el medio plazo todos ellos vayan a querer acortar el plazo de sus inversiones, no resultaría racional que todos ellos invirtieran a muy largo plazo.

El problema de Keynes —y de Tobin— es que se obstinaron en considerar la existencia de solo dos activos financieros: el dinero y los bonos a perpetuidad. De esta manera, un agente sólo puede mejorar la liquidez de sus inversiones dejando de invertir *completamente*. Sin embargo, existen multitud de inversiones posibles con perfiles de plazo, riesgo y liquidez muy distintos: de ahí que un aumento de la prima de liquidez no deba ir necesariamente de la mano de una parálisis de toda la inversión, sino que dará lugar a una reconfiguración de los patrones de inversión: el capital abandonará los activos más ilíquidos y se concentrará en la financiación de los activos más líquidos. Los cambios en la preferencia por la liquidez, pues, no afectan simétricamente a toda la curva de rendimientos: la demanda de ciertos activos —los menos ilíquidos— aumentará y la demanda de otros activos —los más ilíquidos— se reducirá, provocando una reducción del tipo de interés de los primeros y un aumento del de los segundos: tales cambios en los tipos de interés abaratarán la financiación de las inversiones más líquidas y encarecerá el de las más ilíquidas.

Precisamente, una vez se reconoce la función de los tipos de interés como elemento coordinador de ahorradores e inversores con distintas preferencias de espera y de riesgo, se desmorona la visión del tipo de interés como un fenómeno exclusivamente dependiente de la prima de liquidez. La única función de los tipos de interés no es coordinar las preferencias por la liquidez de ahorradores e inversores, sino también sus preferencias de tiempo y de riesgo y la prima de liquidez por sí misma no es capaz de lograr esa coordinación. Por ejemplo, supongamos que el banco central actúa como refinanciador de las posiciones de liquidez de todas las empresas de una sociedad (como "prestamista de última instancia"): el incentivo sería, claramente, a que las empresas se endeudaran al plazo más corto posible para pagar los tipos de interés más bajos posible y que, en cambio, trataran de acometer aquellas inversiones con un mayor rendimiento esperado fuera cuál fuera su plazo; pero, en este caso, la coordinación entre el ahorro (en qué momento futuro desean los ahorradores recibir determinados bienes y servicios) y la inversión (en qué momento futuro planean los inversores producir determinados bienes y servicios) no se produciría, ya que los ahorradores desearían recibir bienes futuros antes y de manera más segura de lo que los inversores están planeando proporcionarlos. Lo que restringe el perfil temporal y de riesgo de las inversiones

es el perfil temporal y de riesgo de los ahorradores (esto es, el coste de capital que debe ser capaz de cubrir la rentabilidad de toda inversión): asumiendo que las primas temporales y de riesgo son cero, o bien se está asumiendo que los ahorradores carecen de preferencias en cuanto al momento o a la seguridad del consumo futuro, o bien se está anulando cualquier capacidad coordinadora entre ahorro e inversión. Paradójicamente, *La Teoría General* de Keynes puede entenderse, tal como estudiaremos en la lección 9, como una teoría sobre la descoordinación agregada entre ahorro e inversión: consciente o inconscientemente, elaboró una definición de tipo de interés que lo condujera a las conclusiones deseadas.

El interés como preferencia temporal apriorística de todo plan de acción

Para terminar, recordemos que, dentro de los defensores de la teoría del interés basada en la la preferencia temporal pura, había dos ramas: aquellos que consideraban el interés como un fenómeno contingente —aunque muy común— de los planes de acción humanos, y aquellos que lo trataban como parte necesaria de todo plan de acción. Ludwig von Mises y Murray Rothbard optaron por defender esta segunda línea de pensamiento: que el tipo de interés era un fenómeno universal y necesario por derivar de la preferencia temporal y por ser la preferencia temporal una categoría a priori de la acción humana.

Ya hemos visto que el tipo de interés puede entenderse como una categoría de la acción —la diferencia de valor entre fines y medios— pero no imputable exclusivamente a la preferencia temporal, que podría estar perfectamente asunte en el intercambio entre dos bienes. En su magnum opus *La acción humana* (1949), Mises afirma que “la satisfacción de un deseo más cercano en el tiempo es, ceteris paribus, preferible a uno que se satisfará en el futuro más lejano. Por lo que los bienes presentes son más valiosos que los futuros. La preferencia temporal es un requisito categórico de la acción humana (…) Si no prefiriera la satisfacción más cercana al presente a la más alejada, nunca consumiría ni satisfaría sus necesidades. Sólo acumularía y jamás disfrutaría”.Aunque no queda claro cuál es el alcance de la cláusula *ceteris paribus* de Mises, la literalidad de su argumento es falaz: no es verdad que el ser humano quiera satisfacer todos sus fines lo antes posible, y ello no implica que el ser humano jamás querrá consumir. Hay fines que se desean satisfacer en momentos concretos del tiempo y no en otros, por lo que no cabe pronosticar una acumulación indefinida de medios. En consecuencia, el economista austriaco no logra demostrar que la preferencia temporal sea una categoría que impregne todos los planes de acción: ciertamente, el ser humano prefiere y valora más aquellos medios que se hallen, desde su punto de vista subjetivo, más cercanos temporalmente a satisfacer sus fines, pero no valora necesariamente más aquellos fines que se hallan temporalmente más próximos en el tiempo y, en tal caso, no puede establecerse a priori una preferencia necesaria y universal de los bienes presentes sobre los bienes futuros (a menos que, como ya hemos explicado, le demos a presente y futuro una reinterpretación subjetivista, que permita considerar más próximo a la satisfacción de un fin futuro un medio que se halle en el futuro y no en el presente).

Murray Rothbard, por su parte, ofrece una interpretación del *ceteris paribus* de Mises que le salva de caer en ese mismo flagrante error. Tal como explica el estadounidense en *El hombre, la Economía y el Estado* (1958), no es que el ser humano prefiera satisfacer todos sus fines lo antes posible, sino que busca minimizar el período de tiempo en que tarda en satisfacer sus fines: “Una verdad fundamental y constante de la acción humana es que el hombre prefiere satisfacer sus fines en el menor tiempo posible. Dada una específica satisfacción, cuanto antes llegue, mejor. Eso equivale a afirmar que el tiempo siempre es escaso y debe ser economizado”. Si bien Rothbard expone una verdad universal (el ser humano intenta minimizar el período de tiempo que tarda en satisfacer sus fines), esa verdad universal no sirve para justificar lo que Rothbard pretende justificar, a saber, que los bienes presentes son

siempre más valiosos que los futuros: si los fines presentes son mucho menos valiosos que los futuros, los bienes presentes podrían cotizar con descuento frente a los futuros aun cuando se buscara minimizar el período de satisfacción de los fines. Por tanto, la preferencia temporal tal como la define Rothbard supone renunciar a una preferencia temporal que impregne todos los planes de acción, esto es, no sólo las relaciones fines-medios, sino también fines-fines.

En definitiva, Mises y Rothbard o no consiguen demostrar que la preferencia temporal sea una categoría que impregne toda la estructura de fines y de acciones del ser humano o no consiguen probar que su particular definición de preferencia temporal explique el fenómeno del interés. En este sentido, la rama de Fetter, Fisher y Fekete es muy superior, por cuanto concibe el interés como un elemento contingente a las concretas relaciones entre los fines de los distintos individuos y las condiciones productivas, dando cabida a la posibilidad de que excepcionalmente el tipo de interés sea negativo: si la conversión de renta en riqueza sólo puede efectuarse con pérdidas y los agentes están dispuestos a asumir esas pérdidas para transformar renta presente en renta futura (justamente porque valoren más ciertas porciones de renta futura que ciertas porciones de renta presente), entonces el tipo de interés será negativo, como ya hemos tenido ocasión de exponer.

La teoría pura de la preferencia temporal proporciona, correctamente interpretada, una sólida base teórica para la teoría del interés a través de uno de sus componentes: la prima temporal. Pero eso no significa que la prima temporal esté presente en todas las acciones que impliquen tomar decisiones acerca del futuro.

LECCIÓN 8 – EL CICLO ECONÓMICO COMO UNA DEGRADACIÓN GENERALIZADA DE LA LIQUIDEZ

Antecedentes

En la lección 6 estudiamos cuáles eran las condiciones de que debía disfrutar un crédito regular para poder actuar como moneda sin generar inflación a lo largo de la coyuntura económica: ese crédito debía ser un derecho de cobro sobre una mercancía que existente en el mercado y que vaya a ser demandada durante el período de tiempo en el que se vaya a utilizar como medio de pago ese crédito regular. En caso de que se moneticen deudas cuya amortización final dependa de la venta de unas mercancías que sólo existirán en el futuro lejano o cuya realización sólo pueda efectuarse liquidándolas con pérdidas, la inflación hará su aparición. Era precisamente en este punto donde la tradición cuantitativa y la tradición cualitativa más abiertamente discrepaban: no son per se los aumentos en la cantidad de los medios de pago los que deterioran su poder adquisitivo (pues estos pueden emitirse sin consecuencias negativas monetizando crédito regular autoliquidable), sino el deterioro de la calidad de esos medios de pago derivado de monetizar créditos no líquidos.

Sin embargo, es necesario tener presente la doble naturaleza de la moneda-crédito: por un lado, es moneda pero, por otro, también es crédito. Eso significa que su desacertada gestión no sólo influirá sobre el volumen y la calidad de los medios de pago –depreciándolos y generando inflación– sino también sobre las condiciones de provisión de crédito. Friedrich Hayek, en su libro *La teoría monetaria y el ciclo económico* (1929), ya manifestó la decisiva separación de ambos fenómenos: "El paso más importante a una teoría del ciclo económico (…) es la emancipación de la teoría del dinero de las restricciones que limitan su análisis al valor del dinero". Pocos años más tarde, Melchior Palyi lo expuso con mayor claridad en su artículo *Liquidity*(1936): "El sistema bancario no sólo crea medios de pago, también los distribuye. El enfoque puramente cuantitativo no se preocupa acerca de la segunda función, que no es, sin embargo, de poca importancia social (…) La elección que realizan los bancos acerca de sus activos es un factor determinante de la distribución del capital entre sus usos a corto y a largo plazo".

El propósito de esta lección es precisamente el de estudiar cuáles son las consecuencias económicas, más allá de la pérdida de la inflación, que acarrea un proceso generalizado de degradación de la liquidez por parte de los emisores de la moneda-crédito.

Melchior Palyi: Los principios de la liquidez de los agentes económicos

Entroncando con la tradición de la Doctrina de las Letras Reales expuesta por Adam Smith, Palyi pretende clarificar en su artículo *Liquidity* (1936) qué debemos entender cuando decimos que la posición de un agente económico es 'líquida'. Con *El origen del dinero* (1892) de Menger, ya analizamos cuáles eran las condiciones que debía cumplir un bien económico para poder ser calificado de líquido (utilidad marginal decreciente a un ritmo muy lento que lleva a que su spread de precios sea muy estrecho ante incrementos en la cantidad ofrecida o demandada del mercado), de modo que, erróneamente, podríamos caracterizar como líquido a aquel agente económico que poseyera en abundancia bienes líquidos.

Sin embargo, en tal caso sólo estaríamos fijándonos en la parte del Activo de los agentes económicos y no en su Pasivo. Como dice Palyi: "el concepto de liquidez carece de significado sin hacer referencia a las obligaciones contractuales [a los pasivos]". Por eso, el

economista húngaro propugna definir la liquidez de los agentes económicos como "la capacidad de hacer frente a las obligaciones financieras". Semejante definición se enfrenta, empero, con dos posibles confusiones: una, que pretenda limitar demasiado el significado de liquidez y otra, que pretenda extenderlo excesivamente.

En cuanto a la primera, podríamos caer en el error de exigir a los agentes económicos, incluyendo los bancos, que para mantenerse líquidos han de mantener un porcentaje muy elevado de tesorería en relación con sus deudas. Pero como explica Palyi: "[Liquidez] no es idéntico a reservas de tesorería. El coeficiente de caja es un asunto menor dentro del conjunto de activos del banco. Si el resto de activos son 'líquidos', entonces la caja llegará cuando sea necesaria".

La idea de Palyi podemos ilustrarla en los balances de los siguientes dos hipotéticos bancos: el banco A, pese a mantener un coeficiente de caja del 100% sobre sus depósitos a la vista, está en una posición muchísimo más ilíquida que el banco B (quien mantiene un coeficiente de caja del 0% sobre sus depósitos a la vista): el 90% de su activo son inversiones a muy largo plazo (hipotecas) y muy arriesgadas (subprime) financiadas con deuda a muy corto plazo (3 meses), mientras que el 90% del banco B son inversiones a muy largo plazo (hipotecas) pero bastante seguras (prime) y, sobre todo, financiadas con pasivos a muy largo plazo (deuda a 30 años). Por tanto, una elevada reserva de tesorería no es ni condición necesaria ni suficiente para garantizar la liquidez de los agentes económicos.

En cuanto a la segunda confusión sobre el significado de liquidez, Palyi destaca el error que supondría conferirle unos límites demasiado amplios. La liquidez no puede consistir en que el agente económico sólo pueda hacer recurrentemente frente a sus pasivos si es capaz de *liquidar* a buen precio parte de sus activos a largo plazo. Básicamente porque, en ese caso, sólo conseguiríamos garantizar la liquidez de un solo agente económico, pero no la del conjunto de los agentes económicos: cuando se enajena un activo ilíquido, el agente que lo vende mejora su liquidez pero el que lo compra la empeora. No hay forma de lograr que un sistema económico entero sea líquido si la salvaguarda de esa liquidez depende de que todos

los agentes sean capaces de liquidar a buen precio sus activos a largo plazo: por la sencilla razón de que es imposible que todos los agentes vendan a la vez y a buen precio esos activos a largo plazo (todos serían vendedores y no habría compradores).

Esta errónea concepción de liquidez deriva de confundirla con otro concepto cercano como es el de "negociabilidad". En 1918, Harold G. Moulton escribió una serie de artículos bajo el título *Commercial banking and capital formation*, donde pretendía redefinir liquidez como la facilidad para desprenderse de un activo:

Debe enfatizarse que, en tiempos normales, el problema de la liquidez no es tanto un problema de cuándo vecen los préstamos sino de facilidades para vender los activos a otros bancos. Si un banco es capaz de encontrar, siempre que la necesite, ayuda en otro banco, no hay necesidad alguna de hacer depender su liquidez de las fechas en que sean pagaderos sus préstamos. De hecho, en estos momentos ya se reconoce en todos los círculos bancarios que la forma de lograr un mínimo de reservas no pasa por depender del vencimiento de los activos, sino por mantener una cantidad considerable de activos que puedan ser traspasados [*shifted*] a otros bancos antes de que venzan pero tan pronto como sea necesario. Liquidez equivale a negociabilidad.

El problema de esta definición de liquidez es justamente la que el propio Moulton no tiene más remedio que reconocer: sólo es válida "en tiempos normales". En tiempos anormales –en momentos de crisis– que es cuando, justamente, más necesaria se vuelve la liquidez, la negociabilidad no sirve para garantizar la liquidez del conjunto de los agentes económicos. En estas circunstancias, la liquidez sólo puede conseguirse cuando los activos se *autoliquidan* en el momento en el que deben pagarse las deudas, es decir, cuando las inversiones vencen en el momento en el que lo hacen las deudas. Como explica Palyi:

Observar las reglas de la liquidez no implica prepararse para la liquidación, sino prepararse para evitar la liquidación (…) Una estructura líquida nunca se liquida; sólo las ilíquidas sufren la presión de la liquidación. 'Liquidez perfecta' significa que, para cualquier extensión de tiempo, todas las obligaciones financieras son amortizadas sin pérdidas netas de capital. Una sociedad líquida ha ajustado sus pasivos a sus flujos de renta, tanto en cantidades como en vencimientos, de modo que las ventas forzosas de activos no llegan a ocurrir.

La regla de encajar los vencimientos y los niveles de riesgo de los activos y de las deudas para garantizar la liquidez del sistema económico no es, sin embargo, una novedad que introduzca Palyi. Ya Tomás de Mercado, en su libro *Suma de tratos y contratos* (1571) ya advertía que el negocio de los banqueros sólo era legítimo siempre que se cometieran a dos condiciones: "[La primera] no despojar tanto al banco que no pueda pagar luego los libramientos que vinieren. Porque si se imposibilitan a pagarlos, expediendo y ocupando el dinero en empleos y granjerías y otros tratos, cierto pecan. (…) Lo segundo, que no se metan en negocios peligrosos". En el siglo XIX, Otto Hübner acuñó en su libro *Die Banken* (1854) lo que más tarde se conocería como "regla de oro de la banca" y que el propio Ludwig von Mises recoge en su *Teoría del dinero y el crédito* (1912):

Para la actividad de los bancos como intermediarios del crédito, la regla de oro es que debe establecerse una conexión orgánica entre las transacciones acreedoras y las transacciones deudoras. El crédito que el banco concede debe corresponder cuantitativa y cualitativamente al crédito que recibe. Para expresarlo de una manera más precisa: 'La fecha en que vencen las obligaciones del banco no debe preceder a la fecha en que sus derechos de cobro pueden hacerse efectivos'.

En realidad, la regla de oro no debe respetarse sólo por los bancos, sino por todos los agentes económicos. Si los deudores del banco ven vencer sus deudas antes de que obtengan la liquidez de sus activos, sucederá como el propio Moulton pronosticaba en su artículo ya mencionado: "Cuando una crisis alcanza un estado avanzado, es absolutamente imposible que el banco obligue a todos sus consumidores a que paguen sus créditos. Las refinanciaciones, de hecho, serán universalmente demandadas". Pero fijémonos que esto sólo es cierto si los deudores del banco están, a su vez, en una posición ilíquida. De ahí que la liquidez del conjunto sistema financiero requiere que los cobros y los pagos de todos los agentes –no sólo de los bancos– coincidan en plazo y en riesgo asumidos: de poco sirve que un banco tenga derechos de cobro a corto plazo que el deudor, debido a su iliquidez, no puede honrar.

John Matthew Culbertson, de quien ya tuvimos ocasión de hablar en la lección 7, acotaba adecuadamente la diferencia entre liquidez y negociabilidad del siguiente modo: "La liquidez de una deuda ha de definirse como su capacidad para convertirse en efectivo de inmediato en condiciones favorables. La 'liquidez' no puede estar basada en unas determinadas expectativas sobre los precios futuros de esa deuda o sobre las condiciones de mercado, sino más bien en las características generales del activo. Si se vincula liquidez con unas determinadas expectativas de precio de la deuda, uno no estaría efectuando un análisis sobre su liquidez, sino un análisis 'especulativo', algo que debe distinguirse y discutirse de manera separada".

Algo similar parece opinar Ludwig von Mises en su *Teoría del dinero y el crédito* (1912), cuando sostiene que los bancos, incluso limitándose al descuento de letras de cambio a corto plazo, no serán de mantener la convertibilidad de sus pasivos a la vista en caso de una corrida bancaria generalizada:

Que los activos de la entidad financiera sean letras a corto plazo o créditos hipotecarios resulta indiferente en caso de un pánico bancario generalizado (…) Cuando el pánico entre el público es generalizado y exige el pago de los pasivos del banco, una letra de cambio que expire en 30 días no es más útil que una hipoteca que va a pagarse en muchos años. En esos momentos, lo único importante es la negociabilidad de los activos; y en ciertas circunstancias las hipotecas e incluso la deuda perpetua puede ser más fácil de colocar que los activos a corto plazo.

La afirmación de Mises tiene sentido cuando la letra de cambio no se ha librado contra mercancía presente en alta demanda, pues en tal caso que la deuda sea a corto plazo puede ser, paradójicamente, una razón de peso para que esa deuda resulte impagada (si su repago depende sólo de la liquidez del deudor y el deudor está en una posición ilíquida en el corto plazo, no se abonará a vencimiento); en ese caso estaríamos simplemente ante un pasivo a corto plazo que se ha dirigido a financiar inversiones a medio o largo plazo, esto es, ante un crédito que no es autoliquidable. Sin embargo, si la letra se ha girado contra bienes presentes

y líquidos, es extremadamente difícil que ese pánico no pueda ser detenido a tiempo por el propio sistema bancario: al cabo, que la mercancía sea líquida significa que puede venderse inmediatamente con pequeñas reducciones en su precio y que, por tanto, podrá transformarse en efectivo en cualquier momento aceptando limitadas pérdidas de valor. Por eso mismo, las letras giradas contra bienes existentes y muy demandados pueden venderse con reducidos descuentos en su valor nominal: por ejemplo, si una letra pagadera en tres meses tiene un valor nominal de 100 onzas de oro y el banco la vende por 95 onzas, el comprador obtendría una rentabilidad trimestral del 5,1% que equivale a una rentabilidad anual de más del 21%. Una rebaja del 5% en el precio de las letras trimestrales permitiría, por ejemplo, que un banco relativamente imprudente que destinara el 95% de su activo al descuento de letras y que sólo contara con un 5% de fondos propios no quebrara tras liquidar todo su activo con ese descuento.

Dicho de otro modo, con una ligera rebaja en el precio de sus activos y sin necesidad de verse abocado a la quiebra, un banco necesitado de liquidez podría comenzar a ofrecer a la venta activos a corto plazo y extremadamente seguros –cuyo repago depende del simple curso normal de los negocios– con unas muy elevadas rentabilidades anuales del 20%. La operación sería similar a que el banco comenzara a captar depósitos trimestrales prometiendo pagar un tipo anual del 20%. Se antoja extremadamente improbable que o bien los clientes de la entidad o bien ciertos inversores medianamente avezados no sepan ver esa oportunidad de ganancia, evitando con ello la bancarrota de la entidad financiera. Pero, de hecho, incluso aunque el banco quebrara y hubiese que proceder al concurso de acreedores… ¡las pérdidas derivadas de liquidar el activo no podrían ser muy considerables, pues los bienes subyacentes se terminarían vendiendo antes de finalizar el concurso con descuentos reducidos! Nunca podrá ser problemático, pues, que los bancos descuentes promesas de pago garantizadas por bienes presentes líquidos: pues al final sus pasivos no son más que la expresión del derecho (y del deseo, si es que el banquero ha descontado bien) a adquirir los bienes que ya se están ofreciendo en el mercado. Los problemas, a los que Moulton y Mises se refieren, comienzan cuando el repago de los activos del banco no depende, en realidad, de esperar a que se distribuyan los bienes ya producidos y demandados, sino de tener que esperar a que terminen de producirse: quien en esas condiciones adquiere una deuda, aunque sea a tres meses, sabe que sólo recuperará el principal si, al cabo de ese período, otro individuo ahorra y se subroga en su posición hasta que el proceso productivo subyacente haya concluido, lo que en ciertos contextos puede suponerle un elevado riesgo.

Es aquí donde, precisamente, vuelve a cobrar relevancia la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith: el único modo en que los deudores del banco pueden garantizar el repago de sus deudas a corto plazo es cuando esas deudas a corto plazo son autoliquidables, esto es, cuando dependan de la venta de una mercancía líquida, cuya adquisición por los consumidores proporcione, precisamente, los medios de pago necesarios para saldar la deuda comercial descontada por el banco. Dicho de otro modo, si los bancos siguen las directrices de la Doctrina de las Letras Reales (limitar sus descuentos a créditos comerciales a corto plazo respaldados por mercancía muy líquida) estarán, a su vez, cumpliendo con toda seguridad la regla de oro de la banca en lo referente a sus pasivos a corto plazo, que son los pasivos que les pueden ocasionar una mayor iliquidez a corto plazo; y, viceversa, si no siguen la Doctrina de las Letras Reales estarán, a su vez, incumpliendo con toda seguridad la regla de oro de la banca en lo referente a sus pasivos a corto plazo.

El incumplimiento de la Doctrina de las Letras Reales –y por tanto de la regla de oro– por parte de la banca da lugar a una provisión de crédito al sistema económico mayor de la debida: los bancos asumen deudas a corto plazo (por las que abonan tipos de interés muy bajos) con las que financian préstamos e inversiones a largo (por las que reciben tipos de interés más

altos). Por consiguiente, la oferta de préstamos a largo plazo será mayor de la que debería ser y, en consecuencia, los tipos de interés a largo plazo también serán más bajos de lo que deberían.

Las consecuencias de este exceso de "crédito barato" no se restringen a la mera iliquidez del sistema financiero, sino que afectan al conjunto de la sociedad. Por el lado del Activo agregado de la economía, asistiremos a una generalización de malas inversiones empresariales, tal como analizaron los economistas de la Escuela Austriaca Ludwig von Mises y Friedrich Hayek. Por el lado del Pasivo agregado de la economía, observaremos una acumulación de deuda crecientemente impagable, tal como describió Irving Fisher.

Ludwig von Mises y Friedrich Hayek: las distorsiones del crédito barato sobre la estructura productiva

La obra económica de Friedrich Hayek, desarrollada fundamentalmente entre los años 20 y 40, va dirigida a desarrollar la teoría sobre las fluctuaciones cíclicas que Ludwig von Mises había tejido casi dos décadas antes en su *Teoría del dinero y el crédito* (1912):

Las entidades de crédito son capaces de extender sus préstamos indefinidamente; gracias a ello pueden estimular la demanda de capital reduciendo el tipo de interés de los préstamos (…) Si el tipo de interés de los préstamos se reduce artificialmente por debajo del tipo natural que prevalecería por la libre interacción de las fuerzas del mercado, entonces los empresarios se ven obligados a emprender proyectos productivos de mayor duración (…) [de este modo], aunque no ha habido un aumento de los bienes intermedios y no hay ninguna posibilidad de alargar el período medio de producción, los bancos establecen un tipo de interés en el mercado de crédito que se corresponde con un período productivo más largo; y así, aunque en última instancia este alargamiento es inadmisible e impracticable, durante un tiempo puede parecer provechoso (…) Sin embargo, llegará un momento cuando los medios de subsistencia disponibles para el consumo se agoten antes de que los bienes de capital dedicados a su producción se hayan terminado de transformar en nuevos bienes de consumo.

Nótese que el lenguaje que emplea Mises para describir su teoría del ciclo económico arrastra mucha jerga confusa y equivocada de Böhm Bawerk (período medio de producción) y de Wicksell (tipo de interés natural) que no contribuyen a facilitar la comprensión del proceso exacto que está describiendo Mises (y que resultaría mucho más inteligible en caso de valerse de un lenguaje financiero bastante más precioso como el que emplea Palyi). Pero, de manera muy resumida, el ciclo económico que relata Mises constaría de tres fases: 1º reducción artificial de los tipos de interés, 2º alargamiento artificial de la estructura productiva, 3º insostenibilidad y crisis.

Hayek, lejos de abandonar la imprecisa nomenclatura que emplea Mises, profundiza en ella. En verdad, su contribución no se dirige a una clarificación de los conceptos empleados, sino a pergeñar un análisis más detallado de las tres etapas de los ciclos económicos que Mises sólo supo apuntar de manera un tanto rudimentaria en 1912. En particular, Hayek desarrolla la teoría austriaca del ciclo económico especialmente en dos libros: *La teoría monetaria y el ciclo económico* (1929) y *Precios y producción* (1931).

La primera de estas dos obras tiene como propósito ampliar los circuitos exactos por los cuales los bancos son capaces de mantener artificialmente reducidos los tipos de interés:

Una vez un banco o un grupo de bancos ha comenzado la expansión del crédito, todos los demás reciben una entrada de caja que les permitir, a su vez, expandir su crédito sin deteriorar su liquidez; posibilidad de la que hacen uso tan pronto como les es posible pues pronto sienten que la demanda de crédito ha aumentado. Una vez el proceso de expansión crediticia se ha convertido en generalizado, los bancos pronto se dan cuenta de que pueden modificar sus ideas previas sobre su posición de liquidez. Si bien la expansión crediticia de un solo banco pronto se verá frenada con un saldo negativo en la cámara de compensación interbancaria de aproximadamente la misma magnitud que los créditos que haya extendido, una expansión general del crédito puede, por grande que sea, terminar compensando los saldos de un banco con los de otro hasta el punto de volver irrelevantes las pérdidas de tesorería (…) La causa determinante de las fluctuaciones cíclicas es, por consiguiente, el que, debido a la elasticidad del volumen de medios de pago, el tipo de interés fijado por los bancos no es necesariamente igual al tipo de interés de equilibrio sino que, en el corto plazo, se determina por consideraciones que afectan a la liquidez de los bancos.

En realidad, Hayek debería hablar de "liquidez a corto plazo" de los bancos, pues gracias a Palyi ya hemos podido comprar que si los bancos se endeudan a corto e invierten a largo deteriorarán de manera inexorable su liquidez; cuestión distinta es que los efectos de este deterioro tarden en dejarse sentir sobre los bancos. ¿Y a qué se debe que los bancos sólo sientan los efectos negativos de su iliquidez de una manera retardada? Pues, precisamente, al proceso que expone Hayek en su primer libro y que queda extractado en la cita anterior: el hecho de que uno o varios bancos comiencen a expandir el crédito permite a los restantes hacer lo propio sin que vean reducir sus reservas de tesorería durante un tiempo. Los saldos deudores de unos y de otros se compensan en la cámara de compensación interbancaria, permitiendo que la expansión generalizada del crédito perdure hasta el momento en que alguno de los bancos decide pisar el freno y deja de expandir tanto el crédito (en cuyo caso los saldos de las entidades ya no se compensarán unos con otros en la cámara de compensación y el resto de bancos no tendrá otro remedio que minorar sus respectivas ofertas de crédito).

Del estudio conjunto de Hayek y Palyi, pues, podemos obtener una imagen bastante fiel de cómo los bancos, al saltarse la regla de oro, contribuyen a incrementar la oferta de crédito a proyectos con unos plazos y niveles de riesgo mayores a los que desean asumir los ahorradores que financian a los bancos y, por consiguiente, a rebajar los tipos de interés a los que pueden financiarse esos proyectos. Sin embargo, hemos visto que Ludwig von Mises daba un paso más allá: esos tipos de interés artificialmente bajos darán lugar a malas inversiones generalizadas en la economía que terminan por mostrarse insostenibles. Esto es, justamente, lo que Friedrich Hayek trata de desarrollar en su segundo libro *Precios y producción* (1931).

Hayek expone en este libro que una sociedad puede incrementar su inversión y tratar de volver su economía más intensiva en capital sólo de dos maneras: o con un mayor ahorro (lo que equivale a un aumento de la demanda de bienes de capital y una concomitante reducción de

la demanda de bienes de consumo) o con más crédito para la producción de bienes de capital que no vaya de la mano de un mayor ahorro (y, por tanto, sin que cambie la proporción deseada de bienes de consumo y de bienes de capital). Sucede, sin embargo, que el primero de estos dos métodos sí es sostenible en el tiempo, por cuanto se ha producido un cambio *estructural* en las preferencias de los ahorradores (que desean más bienes de capital y menos de consumo); y, gracias a ello, se desatará un proceso de readaptación de la economía, donde se invertirá más para el largo plazo y menos para el corto plazo:

El efecto inmediato de un incremento en la demanda de bienes de capital relativa a la de los bienes de consumo será que el precio de los primeros se incrementará en relación al de los segundo. Pero el precio de los bienes de capital no subirá en igual proporción para todos los casos, ni siquiera tiene por qué subir en algunos. En los estadios de producción en los que se terminan de retocar los bienes de consumo, el efecto de la caída de precios se sentirá más intensamente que el efecto derivado de que existen más fondos para adquirir bienes de capital. El precio en estas etapas caerá peor lo hará en menor medida a lo que se abaratarán los bienes de consumo, lo que significa que el margen de ganancia entre estos dos estadios se estrechará. Es este estrechamiento del margen de ganancia lo que volverá la inversión de capital en la etapa de bienes de consumo menos atractiva que la inversión en etapas anteriores.

En el otro caso de que el aumento de la demanda de bienes de capital se halle alimentada por una mayor oferta de crédito que no vaya de la mano de un incremento en la oferta de ahorro (es decir, un aumento del crédito fruto de una degradación de la liquidez de los agentes económicos y, muy en particular, del incumplimiento de la regla de oro por parte de los bancos), en un comienzo la economía tratará de volverse más intensiva en capital, pero como las preferencias temporales de los ahorradores no se habrán modificado, conforme el crédito utilizado para comprar bienes de capital muy alejados del consumo se vaya transformando en nuevas rentas (por ejemplo, en nuevos salarios para los trabajadores), el gasto agregado rápidamente se redirigirá hacia la adquisición de bienes de consumo, lo que modificará la rentabilidad de los distintos sectores y empujará a la economía a abandonar los métodos de producción más intensivos en capital: “[El nuevo gasto en bienes de consumo] significará un nuevo e inverso cambio en la proporción entre la demanda de bienes de consumo y la demanda de bienes de capital favorable a la primera. Los precios de los bienes de consumo aumentarán relativamente a los precios de los bienes de capital (…) Todo ello necesariamente provocará un regreso a métodos de producción más cortos y menos intensivos en capital”.

Lo que Hayek está justamente describiendo es la gestación de un ciclo económico de carácter autorreversible como consecuencia de una expansión artificial del crédito: durante un tiempo (auge), la economía sobreinvierte en las industrias de bienes de capital demasiado alejados del consumo, pero como los consumidores no han renunciado a seguir consumiendo al mismo ritmo que antes de la expansión del crédito (es decir, como no ahorran lo suficiente para financiar las inversiones que se acometen con el crédito), la rentabilidad de las industrias de bienes más cercanos al consumo volverá a aumentar por encima de la de las más alejadas, volviendo necesario un traumático reajuste de la estructura productiva (crisis). En uno de los pasajes más conocidos del libro, el economista austriaco resume su teoría del siguiente modo:

La situación sería similar a un conjunto de personas aisladas en una isla que, después de haber construido una parte de una enorme máquina que

podría proporcionarles todos los bienes y servicios que necesitan, se dan cuenta de que se les ha agotado el ahorro y el capital disponible antes de poder concluirla. En tal caso, no les quedaría otra alternativa que abandonar temporalmente su construcción para dedicar toda la mano de obra a producir, sin la ayuda del capital, la comida diaria que necesitan. Sólo después de haber logrado nuevas provisiones de comida, podrían dedicarse a tratar nuevamente de poner la máquina en funcionamiento.

Atendiendo a lo anterior, queda claro que las depresiones no son, para Hayek, períodos en los que se consuma insuficientemente, sino en las que no se ahorra suficientemente como para permitir que todos los proyectos empresariales intensivos en capital sean completados. Precisamente porque la demanda de bienes de consumo es demasiado intensa como para que los procesos productivos muy intensivos en capital y dilatados en el tiempo concluyan sus operaciones, muchos de esos bienes de capital permanecerán ociosos y dejarán simplemente de utilizarse: dado que esos bienes de capital son incapaces de proporcionarnos los bienes de consumo en el momento apetecido y dado que, además, deben ser empleados de manera complementaria con otros factores productivos relativamente más escasos y que resultan necesarios en la elaboración de bienes de consumo, muchos de esos bienes de capital quedarán sin uso hasta que haya ahorro suficiente como para ponerlos en funcionamiento. Así, según Hayek: "La existencia de capacidad ociosa no es ni mucho menos una prueba de que exista un exceso de bienes de capital y un consumo insuficiente: al contrario, es el síntoma de que no somos capaces de utilizar nuestros bienes de capital fijos a todo tren porque la demanda presente de bienes de consumo es demasiado urgente como para concentrar los esfuerzos productivos en los muy largos procesos productivos en los que esos bienes de capital duraderos se hallan insertos".

Precisamente por lo anterior, el economista austriaco rechaza todo plan de estímulo de la demanda como fuente de recuperación. Si el problema productivo de fondo es una demanda de consumo demasiado grande en relación con la capacidad para satisfacerla de que dispone la estructura productiva actual, un mayor gasto en consumo sólo contribuirá a agravar y retrasar la superación de la crisis. La solución, en cambio, consiste en disponer de más tiempo y más ahorro para readaptar esa descompuesta estructura productiva:

Lo que necesitamos para asegurarnos un saneamiento dela economía es la más rápida y completa adaptación posible de la estructura productiva a la proporción entre la demanda de bienes de consumo y de bienes de capital que determina el volumen de ahorro real. Si esa proporción no es determinada por las decisiones voluntarias de los individuos sino que es distorsionada por la creación de una demanda artificial, necesariamente parte de los recursos disponibles se dilapidará en una mala dirección y el ajuste necesario se verá pospuesto (…) La única manera de 'movilizar' permanentemente todos los recursos no es utilizar estímulos artificiales, sino dejar que el tiempo ejerza su cura adaptando la estructura productiva a los recursos disponibles para la inversión en capital.

Uno podría plantearse, sin embargo, por qué motivo la readaptación de una determinada estructura productiva va necesariamente acompañada de un período de crisis. ¿Por qué el reajuste de la estructura productiva necesita de tanto tiempo? ¿Por qué no consiste en un simple traslado instantáneo de los factores productivos desde un sitio a otro, acortando al máximo la duración de la crisis?

Aunque podrían darse multitud de razones para explicar por qué este proceso puede ser muy dilatado, nos vamos a quedar con tres: la relativa inconvertibilidad de los bienes de capital, la incertidumbre sobre la viabilidad de los planes negocio y el exceso de endeudamiento.

El primero de estos tres motivos fue desarrollado por un discípulo de Hayek, Ludwig Lachmann, en su libro *Capital and its Structure* (1956). La idea fundamental de Lachmann es que los bienes de capital no son masas de plastilina que puedan moldearse a placer del empresario, sino estructuras heterogéneas, complementarias, poco divisibles y muy difícilmente reconvertibles, lo que vuelve muy complicado el redirigirlos hacia usos distintos de aquellos para los que fueron originalmente concebidos. Durante una crisis, no basta con cambiar de posición a los bienes de capital, pues la mayoría de ellos no podrá utilizarse en aquellas industrias donde son necesarios (una cementera no puede fabricar ropa); de ahí que muchos bienes de capital simplemente deban abandonarse y se haga necesario comenzar casi desde cero a fabricar aquellos nuevos que se requieren.

Pero, además, todas estas decisiones sobre recolocar, abandonar o crear bienes de capital no tienen una influencia neutra sobre el sistema económico, sino que a su vez desatan nuevos cambios. En tanto en cuanto las estructuras de capital funcionan mediante complementariedades internas (armonía entre los bienes de capital de un plan de negocios) y complementariedades externas (armonía entre planes empresariales), modificar algunos elementos dará lugar a nuevos desajustes que también tendrán que ser corregidos: “Los cambios en la producción harán necesario otros cambios en las combinaciones de capital. Además, es improbable que un bien de capital pueda recolocarse en otro uso sin afectar el modo en que se combina con otros factores productivos. Por consiguiente, será necesario recombinar los bienes de capital tanto en la empresa que comienza los cambios como en aquellas afectadas por él”.

Semejante incertidumbre en relación con qué planes de negocios (combinaciones de bienes de capital) van a salir airosos y a ser rentables en el futuro es, precisamente, otro de los motivos que retrasan la superación de una crisis, tal como ha expuesto recientemente Arnold Kling en su teoría del recálculo(2010). Básicamente, Kling sostiene que los empresarios necesitan de prolongados períodos de tiempo para descubrir cuáles son los planes de negocio viables, consistentes y sostenibles en el futuro: “Si los viejos patrones de comercio y especialización no son sostenibles, la economía se enfrentará a un Problema de Recálculo. Tienen que crearse nuevos patrones de especialización y comercio (…) y el Problema del Recálculo impide que se creen lo suficientemente rápido como para evitar el desempleo generalizado”. Esta incertidumbre, además, puede agravarse y convertirse en paralizante si el marco jurídico en el que se mueven los empresarios se halla sometido a cambios tan bruscos e impredecibles que las propias bases de los derechos de propiedad se ven socavadas; una idea capturada por Robert Higgs en su concepto de “incertidumbre régimen” (del que habló por primera vez en su artículo *Regime Uncertainty: why the Great Depression Lasted so Long and Why Prosperity Resumed after the War* [1997]) y que muestra otro de los límites del activismo político a la hora de promover la recuperación (los planes de estímulo no sólo son contraproducentes por estimular en demasía el gasto en consumo, sino por la renovada incertidumbre a la que dan lugar).

Por último, hemos mencionado que el tercer factor que retrasa la recuperación es el sobreendeudamiento. Sucede que Hayek concentró su atención en las distorsiones que la expansión del crédito provocaba sobre las estructuras productivas de una economía, pero descuidó la mayor parte de las fundamentales distorsiones sobre las estructuras financieras a que también daba lugar esta expansión crediticia, así como la decisiva influencia que éstas

jugaban sobre el reajuste de las estructuras productivas, tanto al retrasarlo como al agravarlo. Para considerar este problema, tendremos que echar mano de Irving Fisher y de Richard Koo.

Irving Fisher y Richard Koo: Las distorsiones del crédito barato sobre la estructura financiera

Unos tipos de interés artificialmente bajos, consecuencia de la violación de la regla de oro por parte de la banca, no sólo acarrean, como hemos visto en el epígrafe anterior, una estructura productiva descompuesta donde las preferencias y expectativas de ahorradores e inversores son inconsistentes entre sí, sino también una estructura de financiación de familias y empresas basada en una deuda a demasiado corto plazo o que se reputaba más segura de lo que realmente era. Tengamos en cuenta que un plan de producción puede fabricar los bienes que los consumidores demandan justo en el momento en el que los desean, pero terminar frustrándose por un inadecuado plan de financiación: si, por ejemplo, su deuda vence a muy corto plazo y, por el motivo que sea, es incapaz de obtener refinanciación o si, visto desde el lado del acreedor, la compañía ha inmovilizado su tesorería en activos que se reputaban mucho más seguros de lo que realmente eran y, de repente, se ve privada de este activo, puede verse en la obligación de liquidar parte de sus activos inmovilizados y, con ello, desmantelar su exitoso plan de negocios. Por expresarlo en términos más llanos: una estructura productiva cuyo flujo de bienes y servicios coincidiera puntualmente con aquel deseado por los ahorradores (donde, por consiguiente, la cantidad, calidad y proporciones de los bienes de capital fuera la correcta) podría, aun así, necesitar de notables correcciones en su estructura financiera que, de no llegar a buen puerto, podrían destrozar parcialmente esa saludable estructura productiva.

Por eso resulta igualmente importante estudiar no sólo las distorsiones de la estructura productiva, sino también las dinámicas y la problemática propia de las distorsiones de la estructura financiera de la economía que provengan del incumplimiento de la regla de oro por parte de los bancos. El primer autor moderno en estudiar sistemáticamente el problema del sobreendeudamiento generado por los tipos de interés artificialmente bajos fue Irving Fisher con su libro *Booms and Depressions* (1932), seguido de su artículo *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions* (1933).

Fisher considera que una política deliberada de bajos tipos de interés da paso a una situación de sobreendeudamiento (“el dinero barato es la causa principal del sobreendeudamiento”), donde “las deudas son demasiado grandes en relación con otros factores económicos”, entendiendo demasiado grande no sólo en su aspecto cuantitativo, sino sobre todo en el aspecto cualitativo –correspondencia de plazos y riesgos entre activos y pasivos– que hemos venido destacando al referirnos a la regla de oro dela banca:

La suficiencia de los fondos propios no es sólo una cuestión de cantidad, sino que debe variar de acuerdo con la calidad de los activos y de los pasivos. Los activos fijos y los pasivos a corto plazo (como los préstamos a la vista) necesitan de unos fondos propios más amplios que los activos corrientes y los pasivos a largo plazo. El activo más corriente [más líquido] y, por tanto, más seguro cuando llegan las tensiones, es el dinero en efectivo; el pasivo más a corto plazo, y por tanto más inseguro en momentos de tensión, son los préstamos a la vista. El sobreendeudamiento es, sobre todo, un problema de plazos de vencimiento.

Cuando, debido a cualquier motivo, el ciclo de sobreendeudamiento llega a su fin, Fisher cree que se darán diversos efectos que pueden terminar devastando el sistema económico. Los tres principales son los siguientes: 1º la liquidación, voluntaria o forzosa, de parte de los activos que se financiaron con la nueva deuda; 2º la amortización de parte de los préstamos otorgados por el sistema bancario y, por tanto, la reducción de sus depósitos (esto es, de los medios de pago de la economía); 3º, como consecuencia de los dos anteriores (mayor oferta de activos en liquidación y menor demanda por contracción de los medios de pago), el nivel de precios se reducirá con fuerza (el valor del dinero aumentará). Es esta caída del nivel general de precios la que provocará que el saldo *real* de las deudas vivas se incremente a pesar de los esfuerzos sociales por reducirlo "Cuando el sobreendeudamiento va tan lejos que la liquidación masiva de deuda se vence a sí misma llegamos a la paradoja que, en mi opinión, explica el misterio de las depresiones (…) Sucede que el valor del dólar aumenta más rápido de lo que se reduce el número de dólares adeudados. Cuando esto pasa, la liquidación no liquida realmente, de modo que la depresión continúa hasta que hay suficientes bancarrotas como para acabar con la causa que desata todo este proceso: la deuda".

Pero los efectos depresivos del sobreendeudamiento no terminan aquí: la caída de precios reduce los fondos propios de los empresarios (por depreciaciones de sus activos) así como sus beneficios (porque los precios de sus mercancías suelen reaccionar más a la baja que algunos de sus costes) y eleva los tipos de interés reales que abonan por su deuda, lo que les lleva a practicar recortes en su producción y en el empleo o, incluso, a afrontar la bancarrota (lo que agrava las liquidaciones y, por tanto, las caídas de precios). A su vez, este clima recesivo eleva el pesimismo de los agentes económicos, lo que promueve un mayor atesoramiento de dinero (una caída en la velocidad de circulación) que, de nuevo, refuerza las tendencias deflacionistas.

Este depresivo círculo vicioso que describe Fisher no durará, sin embargo, eternamente, pues en algún momento la liquidación de las deudas "comenzará a reducir no sólo su número, sino su saldo real". De hecho, puede llegar un momento en el que el endeudamiento vivo y el precio de los activos ya sean tan bajos, que los agentes comiencen a endeudarse de nuevo, generando inflación, reduciendo todavía más el saldo real de las deudas y dando lugar a un nuevo ciclo alcista de endeudamiento. Pero, según el estadounidense, aun cuando la depresión terminará tarde o temprano, las dinámicas deflacionistas alimentadas por la propia liquidación de la deuda la prolongarán de manera innecesaria: la receta que Fisher propondrá para evitarlo consistirá en un plan de estabilización del valor del dólar, lo que en plena deflación pasará por reinflar el crédito sea como fuere, incluso monetizando deuda pública: "el gobierno, en lugar de equilibrar el presupuesto, pagaría sus gastos con la impresión de dinero fiduciaria, matando así dos pájaros de un tiro: solventaría el problema del déficit y el de la inflación". Los temores de Fisher sobre los riesgos de la deflación y la necesidad de estabilizar el nivel de precios para minimizar la contracción de la actividad económica supondrán un claro antecedente de los ulteriores defensores de una política monetaria expansiva como principal remedio frente a las crisis; corriente que analizaremos en la siguiente lección.

El análisis de Fisher de las dinámicas del sobreendeudamiento ha sido recientemente complementado y perfilado por el economista japonés Richard Koo y su teoría de las recesiones de balance, expuesta en su libro *The Holy Grail of Macroeconomics* (2008). Según Koo, el análisis de Fisher se centra excesivamente en la caída del nivel general de precios como consecuencia de las liquidaciones forzosas de activos, cuando lo realmente importante es uno de los elementos que Fisher menciona de pasada pero que no desarrolla convenientemente: el hundimiento de los fondos propios de las empresas como consecuencia de la depreciación masiva del valor de los activos (depreciación que, según Koo, no trae causa

de sus ventas forzosas, sino del inevitable pinchazo de su burbuja de precios como consecuencia de la interrupción del crédito).

Así, este hundimiento de los fondos propios de las compañías por el pinchazo de las burbujas de activos provocará un cambio de mentalidad en las familias y, sobre todo, en las empresas, quienes dejarán de pretender la maximización del saldo de su cuenta de resultados por la vía de aumentar todavía más su endeudamiento y reinvertir sus beneficios para pasar a concentrar su atención en el saneamiento de su hoja de balance, destinando sus beneficios a minimizar deuda y ampliar sus fondos propios (a mejorar la liquidez de su pasivo). Esta aversión al endeudamiento se prolongará aun después de que los balances de las empresas sean sólidos, dando lugar a una muy baja demanda de crédito (observable en tipos de interés excepcionalmente bajos) y a un reducido nivel de actividad económica (recesión). En este contexto, la política monetaria consistente en facilitar el endeudamiento no obrará ningún resultado por cuanto el sector privado no tendrá ningún deseo de seguir endeudándose o porque, en el peor de los casos, socavará la confianza en la moneda y tendrá efectos perversos sobre la actividad económica; la solución pasará, según Koo, por una política fiscal activa que mantenga la demanda agregada mientras el sector privado se está desapalancando y, por tanto, está dejando de gastar. Obviamente, esta defensa de la política fiscal expansiva conecta y bebe enormemente de las prescripciones de John Maynard Keynes que también estudiaremos en la siguiente lección.

De momento, basta señalar que, pese a las aparentes discrepancias entre Koo y Fisher, su análisis es fundamentalmente complementario. Koo describe adecuadamente cómo la insolvencia sobrevenida de los agentes económicos bajo la losa del sobreendeudamiento provoca un cambio de actitud conducente a mejorar la liquidez de su pasivo incrementando su ahorro y destinándolo no a nueva inversión sino a reducir su endeudamiento y compensar las pérdidas acumuladas por sus malas inversiones pasadas (reflejadas en el hundimiento del valor de sus activos). En este sentido, el análisis de Koo liga perfectamente con el de Hayek: el sector privado se ve incentivado a aumentar su nivel de ahorro con tal de sanear sus estructuras productivas y financieras. Acaso lo incoherente del análisis de Koo sea su obsesión cortoplacista con estabilizar la demanda agregada recurriendo a unas políticas fiscales expansivas que contrarrestarán la sana y necesaria amortización de deuda privada con un paralelo incremento de la deuda pública, lo que necesariamente prolongará la recesión de balance; la respuesta razonable a una recesión de balance, es decir, a la crisis ocasionada por un desajuste de las estructuras financieras de los agentes económicos, es la más rápida amortización posible del sobreendeudamiento privado con cargo a un mayor volumen de ahorro, por mucho que ello implique a corto plazo una caída de la demanda agregada (del PIB).

Por otro lado, el análisis de Koo pasa por alto la esencia del razonamiento y de las preocupaciones de Fisher que tan bien podrían complementarse con el suyo: la necesaria contracción del crédito propio de las recesiones de balance puede, bajo ciertos supuestos, dar lugar a una dinámica deflacionista autoagravante, tradicionalmente conocida como "contracción secundaria". Yerra Fisher, sin embargo, al creer que, como él mismo apunta, "la causa de casi todos los males" es la deflación: la deflación, especialmente de los activos, sólo aumenta los incentivos para acelerar el saneamiento de los balances por la vía de un mayor ahorro familiar y empresarial. Sin una cierta deflación de precios, de hecho, el propio Fisher reconoce que "[el efecto de la destrucción de medios de pago] se sentiría con mayor intensidad", agravando la caída de las ventas y el desempleo en el conjunto de la economía.

El auténtico problema, al que Fisher sólo se refiere de pasada, es que el natural (y necesario) atesoramiento de dinero que tiene lugar en los momentos de incertidumbre y de

reorganización de estructuras productivas y financieras sólo pueda abastecerse mediante una reducción de los medios de pago en circulación, con la consecuente caída de las ventas, estrechamiento de márgenes empresariales, liquidación de activos productivos y desmembración de planes de negocio solventes, todo lo cual añade todavía más incertidumbre a la etapa de crisis y podría seguir cebando un aumento del atesoramiento con cargo a los medios de pago. Nótese que todas estas consecuencias negativas de la deflación derivada del atesoramiento tienen como única causa el que los precios y los costes no se ajusten tan rápido a la baja como se destruyen los medios de pago; si precios y costes fueran absolutamente flexibles, sólo habría un cambio nominal en las variables sin que asistiéramos a modificaciones reales.

En este sentido, como ya vimos en la lección anterior, la manera lógica y saludable de atender una mayor demanda de dinero es mediante una mayor monetización de créditos autoliquidables: de este modo, los agentes son capaces de mejorar su liquidez sin mermar artificialmente los medios de pago en circulación. Desde luego, cabría la posibilidad de satisfacer esa mayor demanda de dinero monetizando cualquier crédito, autoliquidable o no, pero en tal caso el sistema bancario estaría proporcionando una barra libre generalizada de crédito a todos los planes de negocio, evitando bancarrotas empresariales que sí deberían tener lugar (y retrasando los incentivos al saneamiento de los balances privados descrito por Koo). Y es que una cosa es evitar una contracción excesiva de los medios de pago y otra, muy distinta, paralizar todo proceso de restructuración de la estructura productiva. Como señala Lachmann en su libro ya mencionado: “Los factores productivos no podrán retirarse en todos los casos, de modo que las combinaciones de capital no se recompondrán a menos que se ejerza presión sobre los propietarios y los directivos que controlan determinados recursos. En algunos casos, no será posible recuperar el control sin recurrir al concurso de acreedores. Para ello, se hará necesaria una política crediticia ‘severa’. Pero una política crediticia demasiado severa con el propósito de romper las combinaciones de capital menos exitosas podría desalentar la inversión en los sectores importantes de la economía”.

En suma, la liquidación sana de la deuda requerirá una combinación de un elevado volumen de ahorro que permita a los agentes económicos recuperar su solvencia lo más rápidamente posible con una política crediticia que no evite las bancarrotas necesarias pero que tampoco aboque a la economía a una contracción secundaria como consecuencia de la desaparición súbita e irremplazable de medios de pago fruto del necesario aumento del atesoramiento. Es evidente que en tanto en cuanto el sistema bancario ha financiado inversiones a muy largo plazo o muy arriesgadas que deben liquidarse mediante bancarrotas empresariales, una cierta deflación, derivada de la contracción del crédito, será inevitable. Pero será la deflación imprescindible para reajustar la estructura productiva y la financiera sin acumular nuevas distorsiones o sin redistribuir pérdidas. Si nos fijamos, la política de estabilización propuesta casa bastante bien con la que estudiamos que defendía Walter Bagehot en la lección 5.

Recapitulación

La violación de la regla de oro por parte de los bancos y, muy en especial, de la Doctrina de las Letras Reales, provoca no sólo una depreciación de la moneda-crédito (como estudiamos en la lección anterior) sino una provisión inadecuada y excesiva de crédito que distorsiona en una dirección errónea las estructuras productivas y financieras del resto de agentes económicos: los bancos captan ahorro financiero a un determinado plazo y con unos determinados niveles de riesgo y lo reinvierten en proyectos a más largo plazo y con mayor riesgo. Gracias a ello, los bancos son capaces de maximizar temporalmente sus beneficios arbitrando entre los intereses que pagan por la deuda segura y a corto plazo y las rentabilidades que perciben por sus inversiones a largo plazo y más arriesgadas. Simplemente,

los ahorradores, pese a haber expresado su preferencia a que su capital esté disponible en un determinado plazo de tiempo y con unos ciertos niveles de seguridad, sufren una inmovilización de su capital a mayor plazo y riesgo del que son conscientes y del que pueden asumir.

Es así cómo se gesta una descoordinación entre ahorradores e inversores que se traduce en unas estructuras productivas y financieras que no proporcionan la cantidad y la calidad de bienes en el momento deseado por los ahorradores: ora los ahorradores quieren dejar de serlo y comenzar a consumir antes de que las inversiones maduren en los bienes que éstos ahorradores desean (inconsistencia de las estructuras productivas), ora los ahorradores quieren modificar la composición de su cartera de activos financieros de un modo que imposibilita la continuidad de numerosos planes productivos. Dicho de otro modo, la liquidez de los agentes económicos se deteriora tanto por el lado del Activo (inversiones a más largo plazo y más arriesgadas) y por el lado del Pasivo (más endeudamiento, sobre todo a corto plazo) hasta que desean proceder a reconstruirla mediante recomposiciones y liquidaciones de sus bienes de capital y amortizaciones o refinanciaciones de deuda.

Las reflexiones de Melchior Palyi y Friedrich Hayek sobre la liquidez y la operativa bancaria nos sirven para comprender cómo los bancos deberían proveer crédito y cómo abusan del mismo en forma de expansiones insostenibles. A su vez, Mises, Hayek, Lachmann y en menor medida Kling y Higgs nos ofrecen una acertada descripción de cómo ese crédito falseadamente barato distorsiona la estructura de planes de negocio de los empresarios en una dirección insostenible y de la que será lento y costoso salir. Por su parte, Fisher y Koo exponen la problemática derivada de las distorsiones de las estructuras financieras de los agentes económicos (del sobreendeudamiento), tanto por lo que se refiere a la reducción de la oferta de medios de pago como al colapso de la demanda de nuevo crédito, si bien los dos abogan por una solución que en la siguiente lección expondremos como equivocada: políticas monetarias o fiscales expansivas. Ahora bien, ni Mises ni Hayek reflexionan especialmente sobre las influencias sobre el ciclo de la distorsión en las estructuras financieras, ni Fisher ni Koo hacen lo propio con respecto a las distorsiones en las estructuras productivas.

Al final, ya hemos visto que la única solución de fondo a los problemas ocasionados por una provisión inadecuada de crédito pasa por proporcionar tiempo al sistema económico para que, dentro de un entorno de libertad de mercado, acumule el suficiente nivel de ahorro como para cubrir, paliar y sanear las pérdidas latentes en las distintas estructuras productivas y financieras. Una conclusión que, sin embargo, no ha sido del agrado de los diferentes economistas de corte inflacionista que han prometido paliativos mágicos para acelerar y atajar la superación de la crisis. Precisamente, a ello dedicaremos nuestra lección novena.

LECCIÓN 9 – EL ANÁLISIS KEYNESIANO DE LAS DEPRESIONES Y LA DEFENSA DE LAS POLÍTICAS EXPANSIVAS DEL GASTO

Antecedentes

Entre 1930 y 1945, Occidente vivió una depresión típicamente deflacionista que, como tuvimos ocasión de analizar en la lección anterior, se corresponde con una acumulación de distorsiones en las estructuras productivas y financieras de los agentes económicos. A su vez, también tuvimos ocasión de comentar que la superación de las depresiones deflacionistas acarrea un elevado esfuerzo en términos de ahorro (para reconvertir los planes empresariales y reducir el exceso de endeudamiento) durante un prolongado período de tiempo.

Durante estas épocas, los agentes económicos no compran a crédito ni mucho menos tanto como durante la fase del boom, destinan buena parte de sus recursos a minimizar su endeudamiento, proceden a liquidar y desmantelar parte del tejido empresarial, rompen buena parte de los tratos comerciales y laborales, y paralizan sus nuevas inversiones a la espera de encontrar nuevas oportunidades de ganancia a riesgos aceptables. Dicho de otra manera, el estancamiento económico y el reconocimiento, en forma de destrucción de riqueza, de que durante el boom se tomaron malas decisiones financieras y reales, coincide con un período de desplome del gasto agregado en la economía, con especial incidencia sobre la inversión empresarial.

Nada más sencillo, pues, que trazar una relación causa-efecto entre la depresión económica y el hundimiento del gasto agregado, llegando a la aparentemente lógica conclusión de que la manera de lograr volver a la senda de crecimiento pasa por reinflar el taciturno gasto agregado y, en particular, el gasto en inversión. No es casualidad, por consiguiente, que durante la Gran Depresión ganaran predicamento aquellas teorías que reclamaban una actuación más decidida del sector público dirigida a incrementar la demanda agregada de la economía; y, de entre todas las teorías, sobresalió por su hábil composición argumental y por la carismática personalidad de su autor la obra de John Maynard Keynes y, especialmente, de su libro *La Teoría General del empleo, el interés y el dinero* (1936). Al análisis y crítica de los argumentos contenidos en esta obra dedicaremos la presente lección.

El marco general de *La Teoría General*

La Teoría General trata de demostrar que el normal funcionamiento de las economías capitalistas no garantiza la plena ocupación de sus factores productivos (sobre todo, trabajadores); es más, debido a las características peculiares de estas economías, cabe anticipar que cada vez haya más factores estructuralmente desempleados.

Para llegar a esta conclusión, Keynes rechaza desde un comienzo la famosa Ley de Say que ya tuvimos ocasión de analizar en la lección 3. Como vimos, Say se limitó a afirmar que “la producción es la que da salida a los productos”, es decir, que en última instancia las mercancías que compramos las pagamos con otras mercancías que o bien hemos producido (intercambios al contado) o que vamos a producir (intercambios a crédito). Keynes, sin embargo, evita en todo momento citar al propio Say para llegar a la conclusión de que lo afirmado por el economista francés fue que “la oferta crea su propia demanda, dando a entender, de forma muy señalada pero no demasiado clara, que todos los costes de la

producción, de forma directa o indirecta, acaban gastándose en adquirir esa misma producción".

Fijémonos que aquí ya encontramos una primera tergiversación de Keynes, por cuanto la Ley de Say no es incompatible con la existencia de sobreproducciones parciales: Say no quiso decir que todo lo producido se vendiera siempre, sino que el poder de compra, en última instancia, lo concede la producción. Es más, la Ley de Say tampoco es incompatible con que, durante un determinado período de tiempo, se efectúe un auténtico alud de adquisiciones de bienes presentes a cambio de prometer entregar unas determinadas cantidades de bienes futuros que, por distintos motivos, no llegarán a fabricarse. Es decir, la Ley de Say no es incompatible con que se efectúen muchas compras a crédito y que, posteriormente, esos créditos terminen siendo impagados: justamente, esta es la descripción de ciclo económico que ofrecimos en la lección anterior. Pero tal como la describió Keynes, la Ley de Say parecía un disparate que en muy pocos casos se verificaría realmente.

Este rechazo de Keynes del muñeco de paja que construye le sirve para efectuar una separación conceptual entre oferta agregada y demanda agregada, como si fueran dos magnitudes distintas. Empero, lo que es obviamente falso desde un punto de vista individual (la oferta de una empresa no genera su propia demanda) sí es cierto desde un punto de vista agregado: la oferta agregada necesariamente ha de ser igual a la demanda agregada a lo largo del tiempo. Todo lo que agregadamente se ha demandado o se va a demandar (demanda agregada) viene limitado por los bienes que se han ofrecido o que se van a ofrecer en el mercado (oferta agregada); asimismo, todo lo que se ofrece o se va a ofrecer en el mercado (oferta agregada) o se demanda o, si no se vende, se va a forzar su transformación aquellos otros bienes que los consumidores presentes o futuros sí desean. Es decir, cuando una parte de la oferta agregada no se vende, no es porque se hayan producido demasiados bienes "en general", sino porque se han producido demasiado de algunos bienes que los consumidores no desean y, por tanto, tocará reconvertirlos en otros que sí son demandados. Lo que no tiene sentido es que los agentes económicos produzcan y vendan mercancías para no adquirir, ni ahora ni en el futuro, ninguna otra mercancía a cambio (estarían regalando su producción al mercado).

Keynes, no obstante, pretende demostrar que el atesoramiento de dinero es un proceso irracional y estéril que hace que oferta y demanda agregadas no coincidan. Por los motivos que a continuación expondremos, los individuos tenderán a retirar una parte de su poder adquisitivo del mercado (atesoramiento de dinero) y ello evitará que se vacíe (que se venda) toda la oferta de bienes y servicios: la diferencia entre la demanda y la oferta agregada, que Keynes reputa que puede ser estable y estructural en el tiempo, se traducirá en un nivel de desempleo que si los agentes optaran por gastar más podría eliminarse por entero.

Dicho de otro modo, Keynes observa la oferta agregada como una máquina que se pondrá en mayor o menos funcionamiento según la demanda que se efectúe de ella: la cuestión es cómo lograr que esté siempre a pleno rendimiento. En su opinión, un mercado libre no logrará un nivel de consumo e inversión suficientemente elevado, lo que obligará al Estado a intervenir en "estimular" una mayor demanda. Las razones que llevan a Keynes a esta conclusión pueden localizarse en su particular descripción de los dos componentes de la demanda agregada: el consumo y la inversión.

El consumo: la parte pasiva y estable de la economía

El primer componente de la demanda agregada, el consumo, es para Keynes el más estable. Según el inglés, los agentes consumen una fracción bastante constante de su renta: lo que él

denominará “propensión a consumir”. Esta propensión a consumir será bastante constante porque vendrá determinada por una serie de factores que o bien serán inestables pero poco relevantes o relevantes pero muy estables. Ahora bien, pese a que el consumo es bastante constante, su característica esencial dentro de *La Teoría General* es que decrece conforme aumenta la renta: es decir, la fracción de renta que los agentes destinan al consumo se va reduciendo conforme se vuelven más ricos (la propensión *marginal* a consumir es decreciente).

Por consiguiente, el crecimiento económico llevará a una reducción secular del consumo agregado, lo que significa que la demanda agregada sólo podrá mantenerse a niveles de pleno empleo si la inversión agregada aumente tanto como se va reduciendo el consumo agregado. Por ejemplo, si la demanda agregada es de 1.000 porque el consumo agregado es 700 y la inversión agregada 300, para que la renta aumente de 1.000 a 1.100 será necesario que la inversión se incremente de 300 a 450 si el consumo agregado cae de 700 a 650. En suma, las economías más ricas se van volviendo crecientemente adictas a la inversión.

Además, dado que el consumo agregado se define como un porcentaje de la renta agregada, por necesidad la renta agregada se determinará antes de que los agentes tomen sus decisiones de consumir. Es decir, el consumo es un elemento determinado y no determinante de la renta agregada. Pero entonces, ¿qué componente de la demanda agregada determinará la renta agregada? Por exclusión, si no es el consumo agregado sólo podrá ser la inversión agregada. En concreto, cuando los agentes deciden invertir una determinada cantidad de dinero (por ejemplo, a la hora de contratar trabajadores), ese dinero se va convirtiendo en renta de otros agentes (los salarios de los antedichos trabajadores) y esos otros agentes lo van consumiendo según su propensión marginal a consumir.

Por ejemplo, supongamos que el agente 1 invierte 1.000 um y que esas 1.000 um llegan a manos de un agente 2, que decide consumir el 90% de la misma y ahorrar el resto. A su vez, esas 900 um gastadas en consumo alcanzan a un agente 3 que, a su vez, decide gastar el 90% (810) y ahorrar el resto, etc. Al final del proceso, a partir de una inversión de 1.000 um se habrá generado una renta agregada de 10.000 um: 9.000 de las cuales será consumo agregado más las 1.000 um iniciales de inversión.

Inversión inicial = 1000	Consumo (90%)	Ahorro (10%)
Agente 2	900	100
Agente 3	810	90
Agente 4	729	81
Agente 5	656,1	72,9
	…	…

TOTAL	9.000	1.000

Como vemos, una inversión inicial de 1.000 um se transforma en una renta agregada de 10.000 um, es decir, la inversión agregada se multiplica por 10. Esto es lo que Keynes llamará "multiplicador de la inversión". A su vez, démonos cuenta de algo fundamental: para Keynes, cualquier gasto en inversión (hasta alcanzar la plena ocupación de los factores productivos) se puede autofinanciar. En la lección anterior estudiamos que toda inversión debía financiarse con ahorro, pero en este caso Keynes asume que se produce una inversión sin que previamente alguien haya ahorrado. ¿Cómo puede ser esa inversión sostenible? Pues porque, conforme se van generando las rentas del resto de los agentes a partir del gasto inicial en inversión, se gestará un volumen de ahorro agregado igual al de inversión agregada (en el ejemplo anterior, 1.000 um). En definitiva, Keynes no considerará necesario que para que aumente la inversión previamente debamos reducir el consumo: un empresario puede invertir gracias a haber obtenido un crédito bancario no basado en ahorro originario, pero como esa inversión genera rentas por toda la economía y como una parte de esas rentas se ahorrará, al final aparecerá derivadamente el ahorro necesario para sufragar el crédito. Como dice Keynes:

La idea de que la creación de crédito bancario permite invertir algo que no es ahorro genuino es el resultado de aislar una de las consecuencias de la creación de crédito y prescindir de las otras. Si se concede un nuevo crédito a un empresario sobre los que ya tenía, esto hace posible que pueda emprender una inversión que de otra manera no realizaría, de modo que las rentas se incrementarán (…). La gente elegirá libremente qué proporción del incremento de su renta destinará a su gasto o al ahorro y es imposible que la pretensión del empresario que se ha endeudado para aumentar la inversión se pueda hacer efectiva a una tasa más rápida a la que el público decide ahorrar una parte del incremento de su renta. Es más, el ahorro que resulta de esta decisión es tan genuino como cualquier otro.

Antes de proceder a analizar cómo se determina el elemento clave dentro de la demanda agregada (la inversión) conviene clarificar el funcionamiento del multiplicador y reflexionar sobre la idea keynesiana de que la inversión genera endógenamente las rentas necesarias para autofinanciarse.

Empecemos por las posibilidades de autofinanciar la inversión: lo que al final Keynes está diciendo es que los créditos dirigidos a financiar inversión a largo plazo no hace falta que estén previamente financiados por ahorro a largo plazo. Si volvemos a la tabla anterior y asumimos que la inversión inicial se ha financiado con la impresión de 1.000 billetes de banco que van, en un 90%, circulando por la economía y ahorrándose en un 10% de la cantidad recibida, tendremos que esos 1.000 billetes han financiado transacciones por importe de 10.000 um, pero al final sólo se han impreso 1.000 billetes que, en tanto en cuanto son atesorados por alguien, proporcionan un crédito al banco que le permite financiar su préstamo/inversión original. Obviamente, el fallo esencial en este razonamiento es que nos encontramos con un descalce de plazos: los billetes son una manifestación de ahorro a corto plazo por parte de sus tenedores, mientras que el préstamo es una inversión a largo plazo. Por consiguiente, lo que no es capaz de hacer la inversión es autofinanciarse con un ahorro *al mismo plazo*, desatándose con ello las consecuencias ya analizadas en la lección anterior a

cuenta de violar la regla de oro de la banca. Lo que tenemos es un simple proceso de expansión crediticia no basada en el ahorro al mismo plazo y nivel de riesgo que provoca distorsiones acumulativas en las estructuras productivas y financieras de los agentes económicos.

Por lo que se refiere a las implicaciones y a la operativa del multiplicador del gasto, debe quedar claro que en sí mismo no tiene nada de mágico: simplemente se está diciendo que un gasto inicial da lugar a una serie de gastos en cascada que, agregados todos, son superiores al gasto inicial. El proceso es parecido al dinero y su velocidad de circulación: una determinada cantidad de dinero puede circular varias veces por toda la economía, dando lugar a transacción mayores que el valor monetario de esa suma de dinero. Tal vez, lo distintivo del proceso que describe Keynes es su asunción de que toda multiplicación del gasto se traduce en una multiplicación *de la producción*. Como Keynes estudia aquellas situaciones en las que existen recursos ociosos (no hay pleno empleo), parece verosímil suponer que, gracias a un mayor gasto, será posible movilizar un mayor número de recursos para que incrementen la producción.

Con todo, para que un incremento del gasto se materializara en un aumento de la producción, deberían verificarse dos condiciones que el inglés no explicita. La primera es que, dada la heterogeneidad y complementariedad de los factores productivos, será necesario que existan recursos ociosos en todos aquellos que vaya a necesitar un proyecto de inversión; si alguno de los factores que necesita una inversión no se haya disponible, tan sólo será posible acceder a él sobrepujando a otro agente económico que fuera a utilizarlo, frustrando así su plan productivo. Por ejemplo, si el mayor gasto en inversión se traduce en una mayor demanda de gasolina sin que este recurso esté disponible, se empujará al alza su precio, haciendo que algunos de los proyectos marginales de inversión existentes dejen de ser rentables: en un lado de la economía se incrementaría la producción, pero en el otro se reduciría. Por consiguiente, en el fondo sólo tendríamos una redistribución en los patrones de inversión y, como hemos visto, si el nuevo gasto en inversión procedía del crédito no respaldado por ahorro, se tratará de una *mala y desacertada* redistribución.

La segunda condición, tan o más importante que la anterior, es que exista una capacidad ociosa en las industrias de bienes de consumo. Al fin y al cabo, el mayor gasto en inversión se irá traduciendo, como hemos visto, en un multiplicado gasto en consumo, pero si las industrias de bienes de consumo no pueden aumentar su producción (sin arrebatarles factores productivos a otras industrias que los necesiten), lo que sucederá será que el precio de venta de sus productos y la rentabilidad de estas empresas aumentará en relación a los precios y la rentabilidad de las industrias no de consumo. De esta manera, proyectos que eran rentables antes del cambio de precios y rentabilidades relativos dejarán de serlo, dando lugar, de nuevo, no a un aumento global de la inversión, sino a una redistribución de la misma. Recordemos que este proceso es justamente el que vimos en la lección anterior que describía Hayek como propio del final de un boom económico: dado que los agentes que reciben las nuevas rentas procedentes del mayor gasto en inversión no han visto reducir su preferencia temporal, estas rentas, lejos de ser ahorradas, son gastadas en las industrias de consumo, originando una necesaria redistribución de los factores desde las industrias más alejadas del consumo a las más cercanas.

Dado que no cabe esperar que ninguna de estas condiciones se dé en la práctica, el multiplicador del gasto keynesiano no se traducirá ni en una multiplicación de la producción ni en una multiplicación del empleo; al menos no con carácter permanente y sostenible.

Llegados aquí, podemos proceder a analizar el elemento clave de todo el sistema keynesiano: el gasto en inversión.

La inversión: decreciente y fluctuante

El gasto en inversión depende, de acuerdo con Keynes, de dos variables: la rentabilidad esperada de la inversión (lo que el inglés denomina "la eficiencia marginal del capital") y el coste del capital necesario para la inversión (lo que, para Keynes, vendrá dado por "el tipo de interés del dinero"). La eficiencia marginal del capital podemos equipararla con el muy extendido concepto financiero de Tasa Interna de Retorno (TIR), es decir, la rentabilidad por unidad de tiempo de un plan de negocios. Según el inglés, los agentes económicos aumentarán su gasto en inversión siempre que la eficiencia marginal del capital supere el tipo de interés del dinero; en caso contrario, los individuos preferirán atesorar su dinero: "Existirá una tendencia a llevar el volumen de las nuevas inversiones hasta un punto en el que ele precio de oferta de cada clase de activo, en relación a los rendimientos esperados, lleve la eficiencia marginal del capital a ser aproximadamente igual al tipo de interés". Para describir los movimientos esperados de la inversión será necesario, pues, comprender cómo se comportan la eficiencia marginal del capital y el tipo de interés.

Keynes caracteriza la eficiencia marginal del capital como decreciente a largo plazo y fluctuante a corto plazo. Para el largo plazo, su idea es que, conforme una economía vaya acumulando cada vez más bienes de capital, su rentabilidad se irá reduciendo (las oportunidades de inversión serán cada vez más escasas y menos provechosas), con lo que llegará un momento en el que la eficiencia marginal de todos los proyectos de inversión sea inferior al tipo de interés del dinero y, en consecuencia, se paralice todo gasto en nueva inversión. El capital sólo es rentable porque es artificialmente escaso: "La única razón por la que un activo proporciona, a lo largo de su vida, un rendimiento que se espera sea superior a su precio inicial de oferta es porque resulta escaso y lo sigue siendo como consecuencia de la competencia que supone la existencia de un tipo de interés del dinero. Si el capital llegara a ser menos escaso, entonces su rendimiento disminuiría sin que por ello pudiera decirse que su productividad, en sentido material, hubiese disminuido".

La perspectiva que traza Keynes es desde luego inquietante, pues si, como vimos, el consumo agregado tiende a decrecer con el nivel de renta y la inversión también lo hace con el nivel de acumulación de capital, necesariamente las sociedades ricas llegarán a un estado de estancamiento donde será imposible que los agentes privados incrementen su gasto y logren el pleno empleo de los recursos.

Afortunadamente, el negro futuro que Keynes trazaba para el capitalismo se debe a no entender, primero, que el rendimiento de las inversiones depende de la preferencia temporal y de la aversión al riesgo de los agentes (la gente nunca invertirá 1.000 um hoy con la esperanza de recoger 1.000 um dentro de diez años, de modo que siempre habrá una rentabilidad mínima en las inversiones) y, segundo, de no comprender que, siguiendo a Lachmann, cuantos más bienes de capital existen, más complementariedades son capaces de explotar y, por tanto, más rentable resulta la nueva inversión.

Con todo, ha sido la caracterización de la eficiencia marginal del capital como fluctuante a corto plazo la que ha tenido un mayor éxito y predicamento. Según Keynes, dado que la rentabilidad del capital se basa en flujos de caja futuros esperados y las expectativas pueden ser muy volátiles debido a la incertidumbre radical a la que se enfrentan los agentes –sobre todo en una época como la actual donde los especuladores prevalecen sobre los inversores fundamentales en los mercados de capitales–, el gasto en inversión podrá esfumarse

súbitamente en cualquier momento, dando lugar a un notable aumento del desempleo. Keynes, pues, asume que los mercados de capitales son inherentemente descoordinantes por cuanto las fuerzas coordinadoras (los inversores fundamentales) apenas podrán influir en su desarrollo. Pero, ¿por qué asume Keynes que las fuerzas coordinantes estarán en minoría frente a las descoordinantes? Básicamente, por cuatro motivos: a) los costes y los riesgos de la inversión a largo son mayores que los de la especulación a corto, b) hay un impulso natural a buscar beneficios inmediatos, c) el inversor a largo plazo lo tiene mucho más difícil para apalancarse y d) la inversión a largo suele ser criticada con mayor dureza que la especulación a corto. En verdad, ni costes y riesgos son mayores (el especulador a corto soporta más comisiones e impuestos de plusvalías), ni las tendencias naturales son invencibles cuando sobreponerse a ellas resulta ventajoso (por ejemplo, el *contrarian investment* se dedica justo a eso), ni es verdad que los inversores fundamentales no puedan apalancarse (a través de la adquisición de opciones sobre acciones o, para mayor volumen, recurriendo a las recompras apalancadas de acciones) ni, al final, que la especulación a corto tenga mejor prensa que la inversión a largo (más bien, al revés).

Por consiguiente, nada en el análisis keynesiano nos indica que impide que, por mucho que la eficiencia marginal del capital pueda fluctuar a corto plazo, vuelva a niveles realistas en plazos muy cortos: al fin y al cabo, cuanto más se abaraten los bienes de capital, más provechoso y seguro resultará para los inversores fundamentales (particularmente para los inversores *value*) tomar posiciones en esos activos. En cierto modo, podríamos decir que los errores de valoración de activos, que obviamente se dan con frecuencia en el mercado, llevan las semillas de su propia corrección. Si acaso, cabrá prever fuertes fluctuaciones de la misma cuando se produzcan cambios muy intensos en las condiciones subyacentes de la economía: cambios que, si han de tener un carácter de error generalizado, sólo podrán proceder de un shock crediticio, esto es, de una degradación generalizada de la liquidez que origine primero un boom económico artificial y luego una depresión correctiva y con posibilidad de autoagravarse.

En suma, la eficiencia marginal del capital ni es decreciente a largo ni tiene por qué sufrir fuertes fluctuaciones, sobre todo en ausencia de distorsiones crediticias. Llegados aquí, nos queda por considerar el otro determinante de la inversión agregada según Keynes: el tipo de interés del dinero.

En primer lugar, debemos tener claro que Keynes no considera que el tipo de interés sea la expresión monetaria del valor para los agentes económicos del tiempo y del riesgo. Según Keynes, cada bien tiene su propio tipo de interés, que no es más que la eficiencia marginal del capital de ese bien/activo. El dinero, sin embargo, no proporciona ningún rendimiento monetario explícito, de modo que su eficiencia marginal (su tipo de interés) vendrá dada por sus rendimientos implícitos: su liquidez. Cuanto más valoren los agentes la liquidez, más dinero demandarán (atesorarán) y más aumentarán los tipos de interés del dinero. Para el inglés, la demanda de dinero vendrá alimentada por el uso del dinero como medio de cambio (motivo de transacción), como depósito de valor frente a la incertidumbre (motivo de precaución) y como instrumento para especular contra bajos tipos de interés (motivo de especulación). Los dos primeros motivos dependerán para Keynes del nivel de renta (cuanto más renta manejen las sociedades, más circulante necesitarán) y el tercero de los tipos de interés (si los tipos están muy bajos, la mayoría de agentes anticiparán subidas futuras en los tipos y se posicionarán atesorando dinero en lugar de comprando bonos).

La clave de la desestabilizadora dinámica que describe Keynes reside en que, como hemos visto, la eficiencia marginal del capital del resto de inversiones distintas al dinero irá cayendo conforme se acumulan más activos; esta situación exigiría que, para seguir invirtiendo, el tipo

de interés del dinero fuera descendiendo y se mantuviera por debajo de la eficiencia marginal del capital, pero, como hemos visto, cuando el tipo de interés del dinero alcanza cotas muy bajas, la demanda especulativa de dinero aumenta y entonces el tipo de interés o deja de caer o comienza a subir, interrumpiendo el necesario gasto en inversión.

Al final, lo único que Keynes está diciendo es que los agentes invertirán en aquellos activos con una mayor eficiencia marginal del capital, incluyendo entre estos activos al dinero. Pero como el dinero, según Keynes, no puede ni producirse ("la elasticidad de producción del dinero, cuando consideramos su producción en régimen de mercado por oposición a la de su producción por parte de una autoridad pública, es, a corto y largo plazo, cero o muy pequeña") ni sustituirse en su uso ("la elasticidad de sustitución del dinero es igual o próxima a cero"), la única manera de invertir en dinero será atesorar una mayor cantidad del ya existente, disparando los tipos de interés.

Pero esta caracterización de los tipos de interés también es errónea. Como ya vimos en la lección 3, por boca de Cantillon y Condillac, los tipos de interés no dependen de la oferta y demanda de dinero: un atesoramiento de dinero puede elevar temporalmente los tipos de interés por restringir la oferta de crédito, pero como también reducirá los precios de los bienes y servicios, la demanda de crédito caerá y el tipo de interés volverá a estar determinado plenamente por la preferencia temporal y la aversión al riesgo.

A su vez, la caracterización que realiza Keynes de la oferta y la demanda de dinero también resulta equívoca. Por un lado, el dinero sí puede producirse (extracción de oro) o sustituirse en su uso (creación de moneda-crédito por parte del sistema financiero); por otro, la demanda de dinero, especialmente la especulativa, no se comporta cómo describe Keynes: el dinero sólo se atesorará para protestar por los bajos tipos de interés cuando éstos estén siendo artificialmente rebajados por una oferta inapropiada de crédito; en el resto de casos, los agentes pueden expresar sus expectativas de que los tipos de interés van a subir vendiendo bonos en el mercado de futuros (sin necesidad de atesorar dinero).

En suma, el gasto en inversión, a diferencia de lo que sostiene Keynes, se autorregulará en función de la rentabilidad esperada por unidad de tiempo y del coste del capital (determinado por la preferencia temporal y la aversión al riesgo). Cuando la rentabilidad esperada supere el coste del ahorro, se invertirá; cuando no suceda, no se invertirá. Pero nada impedirá que todos los recursos que, en tales condiciones deseen trabajar, puedan hacerlo adaptando sus remuneraciones a su productividad marginal. De hecho, los problemas, como ya comprobamos en la lección anterior, procederán más bien de que haya un descalce de plazos o de riesgos entre ahorro e inversión, dando lugar a ciclos económicos que sí provocarán, durante las crisis, repuntes significativos del desempleo. Ése es justo el entorno de la Gran Depresión que confundió a Keynes y que le llevó a concluir que el problema económico fundamental era la deficiencia del gasto agregado.

La última cuestión pendiente es plantearnos cómo afectará ese mal diagnóstico de la realidad a las políticas propugnadas por el inglés y cómo esas políticas frenarán una rápida salida de las crisis.

La propuesta de política económica de Keynes

Del análisis anterior se desprende que el consumo es un elemento estabilizador y la inversión, bajo condiciones de libre mercado, profundamente desestabilizadora. La política keynesiana, por consiguiente, irá dirigida a elevar la propensión marginal a consumir y a tratar de estabilizar el gasto en inversión.

Para lo primero, Keynes defenderá una fiscalidad más intensa sobre el ahorro en forma de impuestos progresivos o de elevados gravámenes sobre la herencia o de depreciaciones del tipo de cambio (que estudiaremos en la siguiente lección y que se dirigen a elevar el gasto exterior). Para lo segundo, Keynes propondrá garantizar una rentabilidad mínima de la inversión mediante todo tipo de argucias (monopolios públicos o privados, precios mínimos, restringir el acceso de los especuladores a la bolsa, destruir los inventarios de bienes de capital y, en última instancia, socialización de la inversión) y rebajar tanto como sea posible los tipos de interés (mediante monetizaciones de todo tipo de deuda pública y privada o penalizando el atesoramiento). En última instancia, Keynes propondrá que, si los agentes privados no quieren consumir o invertir, lo haga el sector público mediante un aumento del gasto: "El Estado tendrá que intervenir para dirigir la propensión a consumir, en parte por medio de un programa de impuestos, en parte fijando el tipo de interés y tal vez mediante otros procedimientos (…) Yo creo que acabará siendo evidente que el único medio de asegurar una aproximación a una situación de pleno empleo es algo así como una socialización amplia de la inversión".

Al final, la obsesión de Keynes pasa por incrementar el gasto *en lo que sea* con tal de alcanzar el pleno empleo. Como muestra, los siguientes botones:

El endeudamiento para hacer gastos ruinosos puede enriquecer a la comunidad. La construcción de pirámides, los terremotos y hasta las guerras pueden servir para aumentar la riqueza.
Si el Tesoro se pusiera a llenar botellas viejas con billetes de banco, las enterrara a una profundidad considerable en minas de carbón abandonadas que luego se cubrieran con los escombros de la ciudad y encomendáramos a la iniciativa privada, eso sí, de acuerdo con los principios del laissez-faire, la tarea de desenterrar los billetes, acabaríamos con el paro y, a través de las repercusiones que esto tendría, probablemente la renta real y la riqueza de la comunidad llegarían a ser mucho más grandes de lo que actualmente son.
Abrir hoyos en el suelo pagados con nuestros ahorros incrementará no sólo el empleo sino la renta nacional que deriva de la producción de bienes y servicios útiles.
Nos hallamos ante una ofensiva en toda regla contra el ahorro y contra el proceso de ajustes dentro del sector privado para adaptar las mercancías fabricadas, en el presente o futuro, a las necesidades más urgentes de los consumidores. Pero si, como vimos en la lección anterior, las crisis se derivan de la acumulación de distorsiones en las estructuras productivas y financieras de una economía, obstaculizar su corrección dilapidando el capital necesario para corregir esas malas estructuras productivas y financieras, tan sólo contribuirá a generar nuevos desajustes (nuevas malas inversiones y nueva deuda) y a agravar y retrasar la salida de la crisis.

El error de Keynes fue, justamente, confundir una depresión deflacionaria, donde necesariamente se produce un estancamiento por la catarsis que debe tener lugar ante el colapso de la demanda a crédito, con una caída irracional, arbitraria y estructural de la demanda agregada. Mal diagnóstico que lo llevó a proponer políticas contraproducentes para escapar de la depresión con la mayor rapidez y fortaleza posible.

LECCIÓN 10 – EL DEBATE SOBRE LOS TIPOS DE CAMBIO

Antecedentes: los tipos de cambio con el patrón oro

En el patrón oro, los tipos de cambio son necesariamente fijos. Cada divisa nacional no es más que una obligación de pago de una determinada cantidad de oro, de modo que basta comparar cuánto oro da derecho a cobrar cada moneda para averiguar el tipo de cambio entre ellas. Por ejemplo, 4,25 libras esterlinas daban derecho a cobrar, en el año 1900, una onza de oro; mientras que hacían falta 20,67 dólares para acceder a la misma onza. Obviamente, en estas condiciones, una libra sólo podía intercambiarse por 4,86 dólares.

Sin embargo, estos tipos de cambio fijos no eran *absolutamente* fijos, sino que experimentaban ciertas fluctuaciones menores (una libra podía intercambiarse por 4,83 dólares o por 4,89 dólares), que precisamente constituían el objeto de estudio de los economistas volcados a analizar los tipos de cambio. En este sentido, el manual decimonónico de referencia para estudiar este fenómeno fue *La teoría de los tipos de cambio*, del vizconde George Joachim Goschen.

En este libro, Goschen explica que las oscilaciones del tipo de cambio alrededor del punto fijo que supone la paridad con el oro de las distintas divisas se debe a la diferencia de pagos internacionales que en cada momento deban realizarse entre países; conclusión a la que, como vimos en la lección 3, ya había llegado Cantillon.

Recordemos: si los ganaderos estadounidenses tienen que efectuar pagos de 10.000 onzas a los industriales ingleses y los consumidores ingleses tiene que efectuar pagos de 10.000 onzas a los agricultores estadounidenses, lo lógico no será que los ganaderos estadounidenses transporten 10.000 onzas de oro hasta Reino Unido y que los consumidores ingleses hagan lo propio hacia EEUU, sino que, por ejemplo, los ganaderos estadounidenses les compren a los agricultores estadounidenses su derecho de cobro contra los consumidores ingleses y que utilicen ese derecho de cobro para saldar sus deudas con los industriales ingleses. De este modo, minimizaremos la longitud del desplazamiento del oro: las posiciones deudoras entre países se saldarán sólo con movimientos internos de oro.

Sucede, con todo, que si un país debe efectuar más pagos a su nación vecina de los que tiene derecho a recibir, habrá un exceso neto de pagos desde un país a otro. En tal caso, los nacionales de aquel país con pagos netos hacia el extranjero tenderán a sobrepujar por los derechos de cobro contra el extranjero para evitarse las molestias (y los gastos) de transportar allí el oro a objeto de saldar sus deudas; y esa sobrepuja hará que esos derechos de cobro en el extranjero coticen con una prima sobre los derechos de cobro contra el propio país. Regresemos al caso anterior pero modificando uno de los supuestos: los ganadores estadounidenses tienen que efectuar pagos de 12.000 onzas de oro a los industriales ingleses. En tal situación, estos ganaderos estadounidenses se pelearán por comprar las 10.000 onzas de derechos de cobro de sus conciudadanos agricultores, pagando una prima sobre los mismos: por ejemplo, pagarán 10.300 onzas de oro para comprar los derechos de cobro de 10.000. En ese caso, diremos que el tipo de cambio de Reino Unido con EEUU está un 3% por encima de la par (se ha depreciado un 3%), mientras que, en contrapartida, el tipo de EEUU con Inglaterra estará un 3% por debajo de la par (se habrá apreciado un 3%): si una persona tiene oro en EEUU (dólares) deberá pagar una prima del 3% para disponer de oro en Reino Unido (libras) mientras que, por el contrario, si una persona tiene oro en Reino Unido y quiere disponer de oro en EEUU, podrá conseguirlo con un descuento del 3%. En concreto,

el tipo de cambio entre el dólar y la libra, en lugar de estar fijado a 4,86 dólares por libra, cotizará a 5 dólares la libra (o, al revés, un dólar, en lugar de comprar 0,205 libras sólo podrá adquirir 0,199).

Además, como ya vimos, la apreciación o depreciación del tipo de cambio no será ilimitada: cuando resulte más barato (en términos de coste de transporte y aseguramiento) trasladar físicamente el oro desde un país a otro, los deudores dejarán de pujar a precios crecientes por los derechos de cobro contra el extranjero: por ejemplo, si el coste de trasladar oro de EEUU a Reino Unido es del 3,5% por onza de oro, el dólar no podrá depreciarse más de un 3,5%; en tal caso, los estadounidenses convertirían sus dólares en oro, enviarían ese oro a Reino Unido, comprarían libras y saldarían sus deudas en libras. Nótese que estas consideraciones no se modifican si quienes tienen que costearse el traslado del oro son los exportadores de mercancías: en el caso anterior, si los industriales ingleses tienen que repatriar 12.000 onzas de oro desde EEUU, optarán en primer lugar por pujar por las 10.000 onzas en derechos de cobro de los agricultores estadounidenses contra los consumidores ingleses, y cuando el precio de esos derechos de cobro supere las 10.350 (es decir, cuando los derechos de cobro en Reino Unido se hayan apreciado un 3,5% con respecto a los de EEUU), comenzarían a importar el oro desde EEUU.

Por consiguiente, el tipo de cambio de toda divisa bajo el patrón oro se moverá entre dos franjas: una depreciación máxima y una apreciación máxima; a la primera se la denominará "punto de exportación del oro" (los deudores nacionales encuentran más barato exportar el oro que seguir sobrepujando por las letras) y a la segunda "punto de importación de oro" (los acreedores extranjeros encuentran más barato importar el oro que seguir sobrepujando por las letras).

En el patrón oro, pues, los tipos de cambio fluctuaban en función de cual fuera el precio del oro en los distintos territorios del planeta. No estábamos ante precios cambiantes de distintas divisas pues, en el fondo, la divisa era la misma en todos los lugares: el oro. Como dice Goschen: "Aun cuando todos los países del mundo adoptaran una misma divisa, los derechos de cobro de un país sobre el extranjero variarían de precio, cotizando con prima o con descuento según existiera en cada momento mayor o menor demanda para transferir fondos al extranjero en comparación con la oferta de quienes tengan derechos de cobro en el extranjero. Ésta es la principal causa de lo que habitualmente suele denominarse un aumento o una caída de los tipos de cambio".

Pero, como ya vimos, todo lo anterior ya puede encontrarse en autores estudiados en la lección 3 como Cantillon y Condillac. Si el libro de Goschen resulta innovador frente a sus predecesores intelectuales es por ofrecer una exposición más sistemática y completa del fenómeno de los tipos de cambio. Por un lado, el listado de los posibles pagos exteriores que debe efectuar un país y que afectan al valor de su divisa no lo limita a la compraventa internacional de mercancías, sino que incluye todas las otras transacciones que a día de hoy ya se entiende que componen la balanza de pagos: pagos y cobros de mercancías, pagos y cobros de servicios, pagos y cobros de rentas (dividendos o intereses), pagos y cobros de transferencias unilaterales y, también, concesión y amortización de préstamos, emisión y recompra de acciones, etc. Lo relevante, pues, no son tanto aquellas transacciones que generen posiciones deudoras o acreedoras a largo plazo, sino aquellas que den lugar a movimientos internacionales de efectivo en el presente: por ejemplo, si una empresa estadounidense emite bonos que son adquiridos por inversores ingleses, es obviamente EEUU quien queda endeudado con Reino Unido, pero el resultado de esa compra de bonos será que, a corto plazo, Reino Unido tendrá que trasladar oro a EEUU, ejerciendo una presión alcista sobre el tipo de cambio del dólar.

Por otro, Goschen también constata que los tipos de cambio dependerán de otros factores además del interendeudamiento regional y del coste de transportar y asegurar el metal al extranjero: del tipo de interés, del riesgo de contraparte, de la iliquidez de los agentes o de la inconvertibilidad de la moneda.

Primero, los tipos de interés ejercen su influencia sobre el precio de los derechos de cobro endosables y, por tanto, sobre los tipos de cambio por dos vías. Una, los tipos de interés determinarán el descuento que exigirá el acreedor sobre los derechos de cobro a plazo que se le vayan a endosar para saldar sus créditos; dos, los tipos de interés, cuando sean lo suficientemente elevados, desatarán las compras de activos nacionales, proporcionando una contraparte temporal para quienes necesiten remitir sus fondos al extranjero. Por ejemplo, si los tipos de interés en Inglaterra son del 12% anual y ganaderos estadounidenses desean saldar sus deudas ya vencidas de 10.000 onzas de oro con los industriales ingleses mediante letras pagaderas en Reino Unido a tres meses, deberán entregarles letras por valor de 10.400 onzas de oro, pues éstas se descontarán hoy por un valor de mercado de 10.000 onzas. Asimismo, si los ganaderos estadounidenses sólo disponen de 2.000 onzas de oro en derechos de cobro contra Inglaterra y no cuentan con reservas de tesorería que, enviándolas al otro lado del Atlántico, les permitan saldan su posición deudora con los industriales ingleses, tendrán que sacar al mercado activos (ya sea liquidar sus propios bienes de capital o realizar una emisión de deuda) que ofrezcan una rentabilidad superior al 12% obtenible en Inglaterra, de modo que suficientes inversores internacionales se muestren dispuestos a proporcionarles los medios de pago (oro o letras contra el extranjero) que necesitan para cancelar su posición deudora con los industriales ingleses. Precisamente, el efecto de ofertar estos altos tipos de interés al capital extranjero provocará una entrada transitoria de capital foráneo que promoverá una apreciación del tipo de cambio. Por eso, de hecho, históricamente la política del Banco de Inglaterra ante una depreciación del tipo de cambio había sido la de elevar los tipos de interés (tal como ya analizamos en la lección tercera):

Es un hecho establecido que casi todo incremento del tipo de descuento del Banco de Inglaterra se ha traducido en una mejora del tipo de cambio para Inglaterra; y viceversa, siempre que el tipo de descuento se ha rebajado, el tipo de cambio se ha vuelto menos favorable (y es que, en el primer caso, hay un indicio de una fuerte demanda de letras contra Inglaterra, como una forma de invertir aquí el capital para aprovecharse del tipo de interés corriente; en el segundo, llega la reacción, esto es, comienza a aumentar la demanda interna de letras contra centros extranjeros, como una manera de enviar de vuelta el dinero; o, lo que viene a ser lo mismo, en el primer caso hay en Inglaterra pocos compradores de letras extranjeras, porque los acreedores foráneos dan a Inglaterra un respiro y prefieren esperar a transferir su dinero aprovechándose mientras tanto del tipo de interés vigente; en el segundo, cuando este tipo se rebaja, los acreedores externos pierden toda ventaja de mantener vivos sus créditos y comienzan a exigir su repago.

Segundo, la solvencia de los derechos de cobro será otro de los elementos que condicione su valor y, por tanto, la cantidad de deudas extranjeras que podrán saldar: "El precio que se paga a un comerciante solvente por sus letras a 60 días contra un país extranjero será mayor que el que se abona por una letra de segunda categoría contra el mismo lugar. Quienes se quedan con las letras deben ser compensados, con concesiones en el precio, a quedarse con artículos menos seguros". A mayor insolvencia percibida, menor valor de mercado y, por tanto, mayor sacrificio implica utilizar tales derechos de cobro como medio internacional de pago. Por

ejemplo, si los ganaderos estadounidenses son vistos como altamente insolventes, sólo podrán colocar sus derechos de cobro en el extranjero a importantes descuentos, lo que en muchos casos significará que saldar sus deudas exteriores con derechos de cobro será más caro que hacerlo en efectivo. Verbigracia, si debido al riesgo de insolvencia los ganaderos tienen que entregar a los industriales ingleses derechos de 10.000 onzas para saldar deudas de 9.000, el coste de la transferencia sería del 11%, superior al punto de exportación del oro, lo que llevaría a que las deudas extranjeras se saldaran remitiendo oro en especie o, si no se contara ni se fuera a contar con ese oro, a que los intercambios se contrajeran hasta que las exportaciones ajustadas por su riesgo bastaran para pagar las importaciones.

Tercero, la iliquidez de los agentes económicos puede provocar que, transitoriamente, los tipos de cambio se muevan más allá de los puntos de exportación e importación de oro. Un acreedor puede optar por liquidar sus derechos de cobro contra el extranjero con unas pérdidas mayores que lo que le costaría importar el oro si es que necesita tesorería urgentemente y si el resto de ahorradores internacionales no se la quiere proporcionar salvo a descuentos importantes (debido, también, al valor que le confieren a la liquidez): "La razón [por la que el tipo de cambio del dólar se depreció en los primeros meses de 1861 por debajo del punto de exportación de oro] cabe buscarla en la urgente necesidad que sentía los exportaciones para vender sus letras inmediatamente y asumiendo cualquier sacrificio. Se sacrificó un 3% o 4% del valor nominal para asegurarse los fondos que tenían que llegar de Inglaterra. Los exportadores tenían dos opciones: o vender las letras a cualquier precio o enviarlas a Europa para que sus corresponsales las cobraran y remitieran de vuelta el oro. Esta última opción era más barata, pero como ellos necesitaban los fondos de inmediato (o, por la influencia del pánico, así lo creían), adoptaron el primero curso".

Y cuarto, desvincular una divisa del oro y, por tanto, hacer pagaderos los derechos de cobro contra esa nación en una moneda inconvertible, también acentúa los movimientos del tipo de cambio. En este caso, Goschen distingue dos supuestos. Por un lado, aquel país que suspenda la convertibilidad con el oro, pero no prohíba la exportación de este metal, sufrirá una depreciación de su tipo de cambio igual al sobreprecio del oro en el mercado: por ejemplo, si 20,67 dólares daban derecho a una onza de oro y se suspende la convertibilidad de modo que pasan a necesitarse 25 dólares para comprar una onza en el mercado (no en el banco central), el tipo de cambio con la libra pasará de 4,86 dólares por libra a 5,88 dólares por libra. Por otro, aquel país que suspenda la convertibilidad y prohíba la exportación de oro, sólo podrá pagar sus deudas con el extranjero si cuenta con derechos a cobrar oro en el extranjero (por ejemplo, porque ese país haya exportado y tenga derechos de cobro en oro pendientes de pago). Ahora bien, cuando esos derechos de cobro sean insuficientes para atender todos sus pagos exteriores, tendrá que acudir a los banqueros internacionales que estén dispuestos a descontarle derechos de cobro futuros (por ejemplo, contra sus exportaciones futuras), dejando al abur de esos banqueros el descuento que le apliquen por esa operación y, por tanto, cuánto se deprecie el tipo de cambio del país: "En cuanto al precio, [el importador] se encuentra enteramente en sus manos [las de los banqueros]. Si los rusos están endeudados con los extranjeros y tienen que pagarles en libras a cualquier coste, no habrá límite alguno al precio que se les pueda extraer, esto es, no habrá límite alguno en las fluctuaciones de los tipos de cambio. El valor relativo de sus rublos de papel con respecto aloro no entra en absoluto en la ecuación. La oferta y la demanda determinan completamente el precio. Y si las exportaciones de ese país no son iguales a las importaciones (como suele suceder), la demanda de letras para pagar las importaciones superará la de letras provistas para cobrar las exportaciones, de modo que la diferencia sólo podrá ser pagada con un enorme sacrificio en el precio (de hecho, sólo podrá ser pagada o con una reducción de las importaciones o con un crédito exterior)". Por consiguiente, los tipos de cambio del papel moneda inconvertible pueden fluctuar dentro de cualquier banda: lejos de estar limitado por los puntos oro, la no

convertibilidad los hace depender solamente de la oferta y demanda internacional de los distintos tipos de divisa inconvertible, pudiendo por tanto tomar cualquier valor.

En suma, Goschen explica cómo los tipos de cambio en el patrón oro son un fenómeno que depende de las obligaciones de pagos relativas entre distintos centros comerciales. Aquellos centros comerciales que deban efectuar más pagos al extranjero de los que van a recibir verán depreciarse su divisa y viceversa, si bien los tipos de interés, el riesgo percibido y la liquidez influirán sobre el valor de esas obligaciones de pago y, por tanto, sobre los tipos de cambio. Las fluctuaciones del valor de la divisa, sin embargo, estarán en general limitadas por los puntos de importación y de exportación de oro. Sólo cuando al menos una de las divisas suspende su convertibilidad con el oro, las fluctuaciones al alza y a la baja podrán tomar permanentemente cualquier valor, pues pasan a depender de una oferta y de una demanda potencialmente muy variables (al no estar ancladas a ningún valor como el oro, como ya tuvimos ocasión de comentar en la lección 6).

La cuestión que Goschen no desarrolla convenientemente en su libro es cómo se determina la oferta y la demanda internacional de la moneda fiduciaria, y cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de su tipo de cambio sobre la economía real. Y precisamente éste es el debate teórico que se ha desarrollado en el s. XX –el siglo del papel moneda inconvertible– en relación con los tipos de cambio; el debate que vamos a estudiar a continuación.

Tipos de cambio fijos o flexibles: las dos cuestiones fundamentales

A la hora de determinar qué sistema cambiario es superior bajo un régimen de papel moneda inconvertible, si uno con tipos de cambio fijos u otro con tipos de cambio flexibles es necesario resolver dos cuestiones: la primera, qué sistema resulta preferible en situaciones normales para corregir los desequilibrios que naturalmente van emergiendo dentro de todo sistema económico internacional; la segunda, qué sistema resulta preferible cuando la acumulación de desequilibrios reales y financieros es de tal magnitud que un país se encuentra abocado a una depresión deflacionaria (como la que estudiamos en la lección 8). Así, por ejemplo, Ragnar Nurske, autor del libro *International Currency Experience* (1944), uno de los estudios más amplios y famosos sobre la historia y las consecuencias de los tipos de cambio durante los años 20 y 30, criticó los tipos de cambio flexibles por imponer costes adicionales al comercio internacional, por alterar arbitraria y frecuentemente el modo de empleo de los distintos factores productivos (según las continuas fluctuaciones de los tipos de cambio) y por las tendencias autoagravantes de esas fluctuaciones, pero defendió que durante las depresiones se pudieran ajustar esos tipos de cambio para acelerar la recuperación: "Aunque las variaciones en los tipos de cambio no son, ciertamente, un mecanismo adecuado y deseable para atajar los desequilibrios a corto plazo en la balanza de pagos, mantener una rigidez absoluta en los tipos de cambio, tras experimentar drásticos cambios en factores internos o externos, puede ser igualmente dañina". De hecho, el estudio de Nurkse proporcionó la base teórica justificativa del sistema de Bretton-Woods: todas las divisas guardaban una paridad fija con el dólar, pero ésta podía revisarse unilateralmente hasta en un 10% por el propio país y más allá con el visto bueno del FMI (era un sistema con tipos de cambio fijos pero ajustables, es decir, con depreciaciones y apreciaciones controladas por los políticos y no por los inversores).

Por tanto, será menester analizar estas dos cuestiones por separado. La primera, qué sistema cambiario es preferible como normal general; la segunda, cuál es la política cambiaria adecuada frente a una depresión. Aunque en el s. XX la segunda cuestión fue debatida antes que la primera (por motivos obvios: la segunda cuestión se planteó durante la Gran Depresión; la primera, tras su superación y la creación de un nuevo sistema monetario internacional), es

más fácil comprender el desarrollo arguental si vamos de lo general a lo particular. Por ello, comenzaremos analizando cuál es el sistema ideal para los tiempos normales y luego procederemos a plantearnos cuál es la política cambiaria óptima ante una depresión deflacionaria.

Milton Friedman y Paul Einzig: el debate sobre la estabilidad equilibrante de los tipos de cambio

Los argumentos teóricos e históricos de Nurske dejaron una marcada impronta teórica (los tipos de cambio flexibles son inestables y distorsionadores) y práctica (Bretton Woods) en Occidente. El sistema, sin embargo, no gustaba nada a los economistas monetaristas, quienes reputaban los tipos de cambio fijos como una forma de control de precios. Y es que los monetaristas, al equiparar dinero y moneda-crédito, es decir, al confundir deudas con dinero, no veían las divisas convertibles en dólares como una deuda en dólares (por ejemplo, si el tipo de cambio de una libra eran 2,8 dólares, eso convertía a la libra en una deuda de 2,8 dólares), sino como una forma de fijar el precio entre las libras y los dólares, al mismo nivel que sería fijarlo entre el oro y la plata.

Esta oposición del monetarismo a los tipos de cambio fijos se materializó en el celebérrimo artículo de Milton Friedman *The Case for Flexible Exchange Rates* (1953), donde aparecen de manera sistemática todas las razones que justifican la implantación de tipos de cambio variables en tiempos normales, así como las réplicas a las críticas más habituales.

Friedman comienza planteando que todo aumento (reducción) en la demanda internacional de una divisa nacional deberá satisfacerse con alguno de estos cuatro mecanismos: a) apreciación (depreciación) de la divisa; b) aumento (reducción) de los precios internos de ese país para volver su divisa menos (más) atractiva; c) controles cambiarios para racionar las compras extranjeras (ventas nacionales) de divisa nacional; d) compra por parte del banco central de divisa extranjera emitiendo nueva divisa nacional (compra de divisa nacional empleando las reservas de divisa extranjera del banco central). Limitadas las repercusiones de un cambio de la demanda internacional de divisa a una de estas cuatro opciones, el estadounidense pasa a analizar las ventajas e inconvenientes de cada una de ellas.

Empezando por el final, Friedman considera que la gestión de las reservas del banco central sólo es un instrumento adecuado para corregir desequilibrios transitorios entre la oferta y la demanda de divisas. Si el banco central compra divisas extranjeras a cambio de crear nueva divisa nacional cuando existe un exceso de demanda de la divisa nacional será posible, en principio, ajustar ese desequilibrio sin modificar el tipo de cambio o los precios internos (lo mismo si, cuando hay un exceso vendedor de la divisa nacional, la recompra con sus reservas de divisa extranjera). Sucede, sin embargo, que para Friedman este mecanismo sólo tiene sentido para transacciones menores y a corto plazo, pero no para corregir desequilibrios de fondo, pues en ese caso el banco central o tenderá a generar inflación (si compra toda la divisa extranjera que se le ofrezca, aumentarán los pasivos del banco central) o deflación (si recompra su propia divisa a través de la venta sus reservas de divisa extranjera, los pasivos del banco central se reducirán). Por tanto, este mecanismo sólo resultaría aconsejable para Friedman como medida temporal; a la hora de la verdad, sin embargo, el estadounidense cree que no es realista pretender que el banco central se comporte de este modo idealizado: “Por desgracia, no es una política ni realista, ni factible, ni deseable. En muy pocas ocasiones será posible conocer por adelantado o poco después de que acontezca, si las presiones sobre la balanza de pagos van a revertirse rápidamente o no, es decir, si son el resultado de factores temporales o permanentes”.

En cuanto a los controles cambiarios, Friedman constata que equivalen a un control sobre las exportaciones, las importaciones y los movimientos de capital. Si el banco central no permite comprar o vender divisa nacional en las cantidades que los agentes desean y necesitan sino que se dedica a asignarla de manera discrecional entre las múltiples solicitudes que reciba, indirectamente está determinado qué agentes pueden exportar, importar o invertir, esto es, será menester que el banco central interfiera en decisiones de carácter puramente empresarial, con todos los problemas de incentivos e información que ello acarrea. Además, la existencia de controles cambiarios vuelve la divisa nacional menos deseable que cuando estos controles no existen, con lo que, si el país tiene un problema de exceso de ventas de su divisa nacional, este impulso vendedor sólo hará que acelerarse.

Dicho de otro modo, ni la gestión de las reservas ni los controles cambiarios son, en realidad, recetas para solventar los desequilibrios entre demanda y oferta de divisas, de modo que sólo quedan dos alternativas: el ajuste interno de precios y rentas (manteniendo los tipos de cambio fijos) o el ajuste de los tipos de cambio (manteniendo los precios internos fijos). Friedman sostiene que ambos mecanismos son en el fondo equivalentes: una depreciación del 10% de la divisa equivale a una reducción del 10% de todos los precios y rentas internos. Por consiguiente, en abstracto, ambos sistemas serían equivalentes, pero el estadounidense recuerda que los precios internos suelen ser mucho más inflexibles que los tipos de cambio, lo que ralentiza los ajustes necesarios: “La inflexibilidad de los precios, o las distintas flexibilidades de los mismos, implica una distorsión de loa ajustes ante cambios externos. Éste se traduce en cambios de precios en algunos sectores y en cambios de la producción en otros”. Friedman sólo considera adecuado este mecanismo de ajuste interno en los muy inusuales casos en los que las condiciones generales de la producción hayan cambiado: “El ajuste a través delos precios internos puede no ser indeseable si sólo se utilizaran en el raro caso de mutaciones en las condiciones subyacentes de producción. Tales mutaciones probablemente requieran cambios muy considerables en los precios relativos de ciertos bienes y servicios, y no tanto cambios en el nivel general de precios”.

El mecanismo que preferirá Friedman será el de la las apreciaciones y depreciaciones de la divisa dentro de un sistema de tipos de cambio flexibles. La razón es que el ajuste será mucho más veloz y, por tanto, mucho menos distorsionador: “el primer impacto de una tendencia a que aparezca un superávit o un déficit en la balanza de pagos se deja sentir en el tipo de cambio. Si un país tiene un superávit incipiente de sus cobros sobre sus pagos (un exceso de demanda de su divisa), el tipo de cambio se incrementará; si tiene un déficit incipiente, el tipo de cambio se depreciará”. Si el movimiento de los tipos de cambio se reputa como temporal, los tenedores de divisa nacional adoptarán movimientos estratégicos para minimizar las fluctuaciones: ante una apreciación temporal fruto de un incremento temporal de su demanda extranjera, los nacionales venderán sus reservas de divisa nacional para recomprarla más barata en el futuro (lo que evitará que se aprecie tanto como lo habría hecho); ante una depreciación temporal fruto de una caída temporal de su demanda extranjera, los nacionales aumentarán sus tenencias para revenderla más cara en el futuro (lo que evitará que se deprecie tanto como lo habría hecho). Si el movimiento de los tipos de cambio se reputa como permanente, las compras o las ventas por parte de los especuladores acelerarán la apreciación o la depreciación hasta alcanzar su posición final; una posición final que dependerá de cómo que se alcance un equilibrio entre la oferta de divisa nacional y su demanda final no como depósito de valor, sino como medio de cambio para adquirir unos bienes o activos nacionales: “La posición final depende de cómo estos movimientos de los tipos de cambio afecten a la demanda y oferta de la divisa de un país no con el propósito mantenerla entre los saldos de caja, sino para otros propósitos”.

Sin embargo, en el epígrafe anterior ya constatamos que Ragnar Nurkse había criticado con particular éxito el sistema de tipos de cambio flexibles por cuanto vuelven más gravoso el comercio internacional, introducen fricciones en la distribución de los recursos y, sobre todo, dan pie a una especulación de carácter desestabilizador. De ahí que Friedman también aproveche su artículo para responder a estas frecuentes críticas, a saber, ni los tipos de cambio flexibles son inherentemente inestables, ni se añaden costes sobre el comercio internacional.

Lo primero que matiza Friedman es que flexibilidad no equivale necesariamente a inestabilidad. Un sistema de tipos de cambio puede ser flexible y mantenerse estable durante mucho tiempo; asimismo, uno de tipos de cambio fijos puede ocultar el agravamiento de las inestabilidades de la economía interna. Ahora bien, sucede que tanto Nurkse como el resto de críticos de los tipos variables sostienen que la inestabilidad será la consecuencia natural de la especulación desestabilizadora sobre las divisas, y aquí Friedman no aporta evidencia ni argumentos de fondo para argumentar por qué la especulación en divisas no puede tener un carácter desestabilizador. El estadounidense se limita a sostener que no hay evidencia concluyente al respecto y a afirmar que la presunción debería ser justo la contraria; al cabo, sostener que los especuladores desestabilizan el valor de las divisas equivale a afirmar que, como media, pierden dinero en su labor especulativa (compran cuando su valor es demasiado elevado y venden cuando es demasiado bajo), cuando es de suponer que tratarán de esforzarse para ser lo suficientemente hábiles con su capital como para cosechar ganancias (y, por consiguiente, estabilizar el valor de la divisa). Como a continuación estudiaremos, ésta es una de las hipótesis fundamentales de la defensa de los tipos de cambio flexibles que Friedman ni mucho menos resuelve de manera conveniente. Primero porque el propio Friedman, al criticar la política de gestión de reservas por parte del banco central para estabilizar los cambios, ya vimos que reconocía que era prácticamente imposible conocer si los movimientos en los tipos de cambio son temporales o permanentes (y, por tanto, si la especulación debe tomar unas posiciones u otras); un problema de información que padecerán no sólo los reguladores sino también los especuladores. Y segundo y principal, Friedman define vagamente "estabilización" como aquel proceso por el que el valor de la divisa se acerca al equilibrio, siendo éste el tipo de cambio al que la oferta de la divisa se iguala con la demanda para propósitos distintos del atesoramiento. Gracias a ello, Friedman puede excluir la demanda especulativa de dinero (atesorar divisa para venderla más cara en el futuro) como determinante de su precio de equilibrio. Pero esta definición es tremendamente vaga, pues ya vimos en la lección 7 que toda moneda siempre se atesora durante un período de tiempo mayor o menor (si no lo hiciera, la velocidad de circulación sería infinita) y el estadounidense no proporciona ningún criterio para discriminar entre atesoramientos especulativos y no especulativos. Es más, toda transacción final con divisas tiene un componente especulativo según las expectativas de su valor futuro (las importaciones se adelantarán y las exportaciones se retrasarán si se espera una depreciación de la divisa, y las importaciones se atrasarán y las exportaciones se adelantarán si se espera una apreciación) que a su vez influye sobre el valor presente de la divisa. El problema de fondo, pues, es que no existen puntos fijos de referencia ("valores fundamentales") en las divisas inconvertibles, y esto hace imposible concluir si los cambios se alejan o se acercan a un equilibrio que simplemente ni existe ni puede definirse con consistencia alguna. Como ya constató Goschen, el tipo de cambio con papel moneda inconvertible se determina en cada momento por la oferta y la demanda existentes, y dentro de la demanda no queda otro remedio que incluir la demanda especulativa, de modo que, tal como en breve insistiremos, el equilibrio cambiario estará en parte endógenamente determinado por la propia actividad especuladora que trata de determinarlo.

La segunda crítica de Nurkse a la que responde Friedman es que los tipos de cambio variables no añaden costes extraordinarios al comercio internacional. Los exportadores y los importadores "casi siempre puede protegerse a sí mismos contra las fluctuaciones de los tipos

de cambio comprando protección en el mercado de futuros"; el único inconveniente, reconoce el estadounidense, es que deberán sufragar el coste de ese aseguramiento a los especuladores que se quedan con el riesgo. Ahora bien, Friedman se opone contra la asunción de que los tipos fijos no implican incertidumbre para el comercio exterior: si el ajuste se produce vía precios internos, la lentitud del proceso y la destrucción de riqueza también dificulta de previsión de los flujos comerciales; si el ajuste tiene lugar por racionamiento de divisas, la incertidumbre se trasladará a la concesión de licencias para la exportación o importación. En este punto, tampoco Friedman está acertado: es verdad que es posible cubrirse a corto o medio plazo frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio recurriendo al mercado de futuros, pero ni es posible obtener cobertura ilimitada para el corto plazo ni cobertura moderada para el muy largo plazo, lo que necesariamente afecta a los flujos de capital entre países.

En suma, Friedman defiende los tipos de cambio flexibles bajo la hipótesis de que los mercados financieros son ultraeficientes a la hora de anticipar, y corregir, los desequilibrios en el mercado de divisas. Precisamente también por ello, desconfía de los tipos fijos pero ajustables: los políticos se enfrentan a todo tipo de problemas de información e incentivos a la hora de decidir cuándo apreciar o depreciar la divisa, lo que a su vez puede desatar olas especulativas de "ataques" contra la divisa que tratan de anticipar, o forzar, el momento en el que los políticos revisen los cambios. Por eso, según el estadounidense, los tipos de cambio fijos pero ajustables (el sistema de Bretton Woods que defendía Nurkse) recogen "lo peor de los dos mundos: ni proporciona la estabilidad de la expectativas que caracteriza a un sistema de tipos fijos en un mundo de comercio libre y con la voluntad de ajustar su estructura de precios interna a los cambios exteriores, ni tampoco la sensitividad continua de un sistema de tipos flexibles".

Como vemos, la defensa de Friedman de los tipos de cambio flexibles tiene un problema fundamental, y es el de asumir que existe un tipo de cambio de equilibrio donde los desajustes exteriores (déficit o superávit exterior) desaparecen, y que es, además, el tipo que tenderá a ser descubierto y establecido por la actividad de los especuladores en el mercado de divisas que son quienes proporcionan contraparte a todos aquellos agentes que quieren comprar o vender su divisa nacional. Justamente, éste es el argumento que busca desmontar Paul Einzig en su libro *The Case Against Floating Exchanges Rates* (1970): "La defensa teórica a favor de los tipos de cambio flexibles (…) se basa sobre todo en la creencia, muy extendida entre casi todos los economistas académicos, de que existe un tipo ideal al que las exportaciones y las importaciones se equilibran. Según esta idea, sólo necesitamos permitir que los tipos de cambio fluctúen para que desaparezcan los problemáticos excesos de importaciones o de exportaciones. Un tipo de cambio variable tendería, pues, a oscilar alrededor de este tipo de cambio de equilibrio, manteniendo a su vez equilibradas las exportaciones y las importaciones". O dicho de otra manera, "la única tendencia en el mercado de divisas es al equilibrio agregado de toda la oferta y la demanda, con independencia de si esa oferta o demanda se han originado por transacciones comerciales, de capital, especulativas o de arbitraje".

Recordemos que Friedman definía el tipo de cambio de equilibrio como aquel que igualaba la oferta y de la demanda de divisa para propósitos distintos del atesoramiento, con lo que indirectamente excluía la demanda especulativa de divisa (el atesoramiento cuyo propósito no es ninguna transacción final, sino sólo revender más cara la divisa en el futuro), pudiendo así definir el tipo de cambio de equilibrio como aquel que iguala la oferta y la demanda *final* de divisas. Esta exclusión tendría alguna lógica si los especuladores sólo se dedicaran a anticipar qué uso final van a hacer el resto de agentes (de modo que la especulación girara en torno al punto fijo que supone la igualación de la oferta y demanda no especulativas), pero sucede no sólo que todas las operaciones con divisas tienen algún

componente especulativo (todos los agentes son especuladores), sino que los especuladores también se dedican a anticipar qué harán otros especuladores. La razón es muy sencilla; en palabras de Einzig: “Los especuladores que adopten alguna visión sobre la balanza de pagos y su evolución futura no tienen ninguna manera de saber si los distintos niveles de tipos de cambio son los que permiten un equilibrio entre importaciones y exportaciones”, de modo que se dedicarán a anticipar qué harán los cambios a partir de toda la demanda, especulativa o no, que recae sobre la divisa. De hecho, incluso aunque se alcanzara temporalmente un equilibrio fundamental (excluyendo la demanda especulativa) en la demanda y oferta de divisas, cualquier cambio o perspectiva de cambio en el entorno podrían alterarlo, desatando una nueva ola de especulaciones sobre el futuro del tipo de cambio que tratarían de ser anticipadas por otros especuladores: “Los operadores pueden anticipar problemas políticos, o medidas del gobierno que afecten a los tipos de cambio, o malas cosechas, o grandes huelgas, o alguno de los cientos de otros cambios dentro o fuera del país que pueden afectar a los cambios”

Lo que caracterizará la demanda especulativa de divisas, como sucede con la demanda de cualquier otro activo, será la potencial diversidad de opiniones sobre cuál será su evolución futura, y esa potencial diversidad favorecerá, a su vez, que se desarrolle una actividad especulativa dirigida a anticipar los movimientos de otros especuladores. Por ello, la especulación en el mercado de divisas tenderá a crear una demanda neta de las mismas, no dirigida a proveer moneda a otros agentes que la necesiten para transacciones finales, sino a revenderla a otros que simplemente esperen seguir especulando con la misma. En cierto modo, la especulación se comporta como el célebre concurso de belleza que Keynes describe en su libro de *La Teoría General* (1936): “La inversión por profesionales puede compararse a esos concursos de periódicos en los que los participantes tienen que seleccionar las seis caras más guapas entre un centenar de fotografías y el premio lo recibe aquel que más se aproxime a lo seleccionado por el promedio de participantes (…) No se trata de elegir ala más guapa, según lo que cada uno considera, ni siquiera a quien el promedio considera la más bella. Hemos llegado a un punto en el que nuestra inteligencia se dedica a tratar de averiguar lo que la opinión media piensa que es esa opinión media”.

Ciertamente, esta descripción podría aplicarse a la actividad especulativa sobre el valor de cualquier otro activo, pero con una diferencia importante: en todos los demás activos, sí existe un valor fundamental en torno al cual, a largo plazo, tenderán a orbitar sus precios. En caso contrario, habría enormes oportunidades de ganancia que quedarían desaprovechadas: si un activo proporciona a lo largo de su vida flujos de caja mucho mayores al precio que se exige para adquirirlo, el no mantenerlo en el balance supone una pérdida importante para quienes deseen ahorrar a largo plazo; asimismo, si un activo proporciona flujos de caja muy inferiores a su precio actual, la burbuja terminará pinchando cuando sea incapaz de encontrar un inversor dispuesto a adquirirlo y mantenerlo como inversión en su cartera. La moneda fiduciaria, sin embargo, ya hemos explicado que carece de punto fijo al cual regresar, no ya porque la propia demanda especulativa sea demanda tan genuina y determinante de su precio como cualquier otra, sino porque, por un lado, nada garantiza que el resto de demandas más “fundamentales” o “finales” –transacciones comerciales y de capital– alcancen a la vez (ya sea individualmente o de manera agregada) el equilibrio merced al tipo de cambio determinado, en parte, por la demanda especulativa; y, por otro, porque los tipos de cambio, por muy arbitrariamente determinados que hayan sido, influyen sobre las variables fundamentales de la economía, consolidando tales niveles de tipos de cambio.

Por ejemplo, si una divisa se deprecia más allá de lo que justificaría su equilibrio exterior pero desata una inflación interna de precios, ese propio nivel sobredepreciado tenderá a consolidarse como más cercano al presunto “equilibrio”: “El nivel de equilibrio bajaría cada

vez más y más con cada depreciación; sólo repuntaría temporal y parcialmente con las apreciaciones. Aquellas apreciaciones por encima del nivel de equilibrio serían temporales, mientras que las depreciaciones por debajo del nivel de equilibrio se autoperpetuarían. El efecto de esta asimetría inherente a los tipos flexibles está adecuadamente caracterizada por lo que Triffin llama 'efecto trinquete'". La clave, como decimos, es que, como nada asegura que los especuladores converjan en un tipo de cambio de equilibrio que equilibre la oferta y demanda de divisas con una finalidad más "fundamental" o "final" –transacciones comerciales y de capitales– esos tipos de cambio artificialmente determinados tenderán a convertirse en profecías autocumplidas. Sólo queda comprobar que, en efecto, resulta ingenuo esperar que algún tipo de cambio permite equilibrar a la vez (o en agregado) los flujos comerciales y de capitales.

En cuanto al equilibrio comercial, es cierto que en general una depreciación del tipo de cambio tenderá a promover un incremento de las exportaciones y una reducción de las importaciones (y viceversa con la apreciación), pudiendo con ello solventar un problema de déficit comercial (que se traduce, en materia de divisas, en una oferta de divisa nacional estructuralmente superior a su demanda extranjera). Sin embargo, no existe, ni mucho menos, una relación lineal entre ambos fenómenos: depreciaciones moderadas de la divisa pueden ser insuficientes para corregir el déficit y depreciaciones muy intensas pueden ser contraproducentes. Einzig cita cinco posibles derivaciones de una depreciación que podrían evitar que el equilibrio comercial fuera alcanzado: 1. Que el resto de países no intente protegerse de la depreciación mediante políticas proteccionistas. 2. Que el resto de países no intente protegerse de la depreciación con una depreciación adicional de su divisa. 3. Que la oferta de bienes exportables sea sensible a las variaciones del tipo de cambio (es decir, que exista capacidad ociosa que permita exportar sin importar más) y que la demanda de importaciones también lo sea (es decir, que los nacionales opten por demandar los bienes importados o pasen a sustituirlos por bienes nacionales ante depreciaciones bajas del tipo de cambio). 4. Que las expectativas de los exportadores y de los importadores sobre los tipos de cambio de equilibrio sean correctas, de modo que no adelanten pagos o retrasen cobros una vez alcanzado el tipo de cambio de "equilibrio" (lo que llevaría a una sobredepreciación) o no retrasen pagos o adelanten cobros antes de haberlo alcanzado (lo que consolidaría el tipo de cambio en niveles demasiado altos). 5. Que los movimientos de capitales y especulativos no cambien (a causa, o no, de la depreciación) o, si cambian, que no desvíen el tipo de cambio de aquel que garantiza el equilibrio comercial (o un equilibrio agregado de los movimientos comerciales y de capitales).

Ciertamente, que todas estas circunstancias concurran a la vez será muy complicado, en especial las dos últimas. Por un lado, dado que, como decíamos, es imposible conocer cuál es el tipo de cambio que garantiza el equilibrio, no sólo los especuladores profesionales, sino también los exportadores y los importadores, adoptarán comportamientos estratégicos que ejercerán una marcada influencia sobre el valor de la divisa no en función del tipo que, de manera más o menos arbitraria, crean que es el de equilibrio, sino del que piensen que el resto de agentes van a creer que otros opinan que es el de equilibrio.

Por otro, los movimientos de capitales (inversión directa e inversión en cartera) apenas guardan relación alguna con los tipos de cambio, especialmente en materia de inversiones a largo plazo. Las decisiones internacionales de inversión están mucho más vinculadas a los tipos de interés, la actitud de los gobiernos, las condiciones laborales, la fiscalidad, la regulación sobre las compañías, la estabilidad institucional, el capital humano, los clusters empresariales, etc. Es evidente que las perspectivas de depreciación desalientan la llegada de inversión extranjera o incluso alientan la desinversión, pero debería resultar todavía más evidente que decisiones estratégicas de ese calado son ponderadas con muchos otros factores

tan o más importante que los tipos de cambios. Por ello, será harto complicado que los movimientos de capitales se alineen exactamente para coadyuvar la formación de un tipo de cambio de equilibrio que equilibre las transacciones comerciales. Es más, no será infrecuente que los movimientos de capitales contribuyan a mantener un tipo de cambio demasiado elevado o demasiado bajo para corregir el desequilibrio comercial: un país podrá mantener enormes déficits exteriores mientras el resto del mundo le siga proporcionando financiación (es decir, mientras el resto del mundo siga invirtiendo en ese país, demandando su moneda y, por tanto, manteniéndola demasiado elevada como para corregir el desequilibrio comercial) y un país con enormes superávits exteriores podrá mantenerlos mientras siga proporcionando financiación al resto del mundo (es decir, mientras siga invirtiendo en el resto del mundo, demandando divisa foránea y, por tanto, manteniendo el tipo de cambio de la nacional demasiado bajo para corregir el desequilibrio comercial). En este sentido, tengamos en cuenta, además, algo que Einzig no menciona: aquellos países con tipos de cambio flotantes y moneda fiduciaria tendrán unas enormes facilidades para expandir el crédito violando la regla de oro de la banca analiza en la lección 8, por lo que será consolidar los desequilibrios reales y financieros durante mucho más tiempo.

Estos divergentes determinantes e interrelaciones entre los movimientos comerciales, de capital y especulativos llevan a Einzig a concluir que los tipos de cambio variables, por mucho que durante prolongados períodos de tiempo puedan exhibir una cierta estabilidad (que no tiene que ser compatible con la corrección de los desequilibrios exteriores de un país) tenderán a exhibir movimientos autoagravantes que, además, ejercerán una influencia sobre la estructura económica de un país que modificará el tipo de cambio de equilibrio al que, en teoría, debían converger todas esas operaciones (profecías autocumplidas): “Lo que los defensores de los tipos de cambio flexibles se niegan a reconocer es que bajo su sistema el tipo de cambio que ellos consideran de equilibrio está condenado a cambiar como resultado directo de los propios movimientos violentos en los cambios que favorece la flotación”.

Precisamente, este último punto es el que nos permite conectar con el siguiente epígrafe. Nurkse y, sobre todo, Einzig exponen acertadamente las caóticas y erráticas fluctuaciones que tenderán a caracterizar los tipos de cambios flotantes en contraposición con la sana estabilidad que les pronostica Friedman. Sin embargo, tanto Nurkse como Einzig admitieron que, bajo condiciones extremas, resultaba preferible devaluar (o revaluar) la moneda dentro de un sistema de cambios fijos mientras que Friedman, como ya tuvimos ocasión de apuntar, consideraba preferible que, ante tales condiciones extremas que afectaran la estructura económica subyacente, se procediera a un ajuste de los precios relativos internos. El problema es que ni unos ni otros se pararon a estudiar en detalle cómo afectan las fluctuaciones de los tipos de cambio a la división internacional del trabajo y la especialización regional. Para ello, deberemos acudir a un debate que tuvo lugar una década antes de la creación de Bretton Woods y que justamente giraba en torno a cuál era el mecanismo adecuado de ajuste de las distintas economías en crisis: si una corrección coordinada de la estructura productiva internacional o una corrección autárquica de la estructura productiva de cada país.

John Maynard Keynes y Friedrich Hayek: Nacionalismo frente a internacionalismo monetario

En la lección 9 tuvimos ocasión de analizar las teorías de John Maynard Keynes. De acuerdo con este autor, el objetivo prioritario de un sistema económico es lograr el pleno empleo de sus recursos elevando tanto como fuera necesario el nivel de gasto agregado, con independencia de cuáles fueran los patrones productivos concretos a que diera lugar ese gasto. Como también vimos, uno de los principales obstáculos para alcanzar un nivel de gasto agregado que garantice el pleno empleo de los recursos son los tipos de interés del dinero,

determinados a su vez por la oferta y la demanda de dinero. Así las cosas, el sistema monetario del patrón oro resultará altamente inconveniente para Keynes: la única forma con que un país en depresión podrá rebajar sus tipos de interés internos será fomentando superávits exteriores que se traduzcan en entradas de oro desde y a costa del extranjero. O dicho de otro modo, según Keynes, cuando dos países se encuentran simultáneamente en depresión, uno de ellos sólo podrá mejorar sumiendo al otro en una crisis mucho mayor (uno ganará oro a costa del otro, reduciendo sus tipos de interés internos a costa de que en el país vecino se incrementen). Tal como escribe en *La Teoría General*: "Jamás en la historia hubo un sistema mejor para que la ventaja de unos lo sea siempre a costa de sus vecinos que bajo el patrón oro internacional (antes la plata), porque este sistema hizo que la prosperidad económica dependiera directamente de nuestra capacidad para competir en los mercados y conseguir así los metales preciosos". Probablemente sea innecesaria apuntar las enormes conexiones que existen entre esta teoría de las relaciones internacionales y la desarrollada siglos atrás por los autores mercantilistas estudiados en la lección 2 y de los cuales el propio Keynes se considera heredero intelectual.

El patrón oro, por tanto, será visto como un obstáculo para lograr el pleno empleo internacional en tanto en cuanto restringirá la capacidad de desplegar políticas domésticas que expandan el gasto: "Sólo una política autónoma del tipo de interés, sin obstáculos que deriven de preocupaciones internacionales y dirigida a conseguir un volumen de inversión nacional que nos asegure un nivel de empleo óptimo puede ayudar, al mismo tiempo, a nosotros y a nuestros vecinos (…) Sólo cuando todos los países a un tiempo traten de seguir esta clase de objetivos conseguiremos restablecer la salud y la fuerza a escala internacional, ya lo midamos por el volumen de empleo interno o del comercio internacional". Y para lograr esa autonomía monetaria interna, será necesario abandonar el patrón oro internacional, tal como ya recetó Keynes en su libro *Tratado sobre el dinero* (1931):

Con un patrón nacional o local, el dilema al que, en ocasiones, se puede ver enfrentado un banco central, es decir, la imposibilidad de preservar el equilibrio interno y externo de la economía a un tiempo, es mucho menos agudo. Si el banco central es libre de variar el tipo de cambio y el tipo de interés del mercado aplicando dosis apropiadas de cada cosa en el momento oportuno, hay mucho menos riesgo de perder riqueza y producción, debido a la frecuencia de situaciones de paro generalizadas, puesto que se pueden introducir directamente cambios en los precios de los bienes de comercio exterior que sustituyan al paro como primer eslabón de la cadena causal mediante la que se preserva y restablece el equilibrio externo e la economía. Su principal desventaja es que esto disminuye la movilidad internacional del capital (si es que esto es una desventaja).

Sin duda alguna, la descripción del comercio exterior y de la división internacional del trabajo que efectúa Keynes encaja perfectamente con el resto de su teoría. Si la estructura productiva es irrelevante y sólo importa el monto agregado del gasto, resulta claro que carece de todo sentido mantener un sistema monetario que, como el patrón oro, limita las posibilidades de expandir el gasto interno en aras de mantener la coordinación productiva a escala internacional. Como el propio Keynes sostenía en este último libro: "La ventaja de los movimientos de oro bajo el antiguo patrón oro internacional, no simplemente como algo conveniente sino como algo que sirve de estímulo para restablecer el equilibrio internacional, ha sido con razón alabada debido al doble efecto que tiene tanto para el país que pierde el oro como para el que lo recibe, de manera que los dos compartan el peso del ajuste. La pérdida de oro estimula al país que la experimenta a elevar sus tipos de interés de inmediato y más

adelante a reducir sus costes de productor, y en el país receptor sucede al revés". ¿Pero qué importancia puede tener mantener esa división coordinada del trabajo a escala internacional cuando se asume que el contenido concreto de lo producido es un asunto secundario en relación con la maximización del gasto que permita lograr el pleno empleo? Más vale, razonaba Keynes, abandonar esa coordinación internacional con tal de que cada país pueda maximizar su gasto interno.

Es precisamente esta actitud, manipular los mecanismos monetarios que garantizan la cooperación y coordinación económica entre países con tal de intentar minimizar los reajustes productivos internos, la que Friedrich Hayek denominó "nacionalismo monetario" en el libro titulado precisamente *El nacionalismo monetario y la estabilidad internacional* (1937), escrito como una respuesta a las doctrinas cambiarias propugnadas especialmente por Keynes. Según Hayek, el nacionalismo monetario "es la doctrina que afirma que la proporción de la oferta monetaria mundial que posee un país no debe ser determinada por los mismos principios y por los mismos mecanismos que aquellos que determinan las cantidades relativas de dinero en las distintas regiones y municipios. Un sistema monetario verdaderamente internacional sería uno donde todo el mundo poseyera una moneda homogénea como la que puede obtenerse dentro de cada país por separado y donde los flujos monetarios entre regiones se determinaran por los resultados de la acción de todos los individuos".

A partir de esta definición, Hayek procede a analizar el funcionamiento y las repercusiones de tres tipos de sistemas monetarios: un sistema monetario internacionalista (lo que Hayek denomina "sistema de divisas puramente metálicas"), un sistema monetario nacionalista (llamado "sistema de divisas independientes") y un sistema mixto donde la moneda-dinero es internacional y la moneda-crédito nacional ("sistema de divisas mixto"). El análisis de Hayek es bastante preciso en lo que se refiere a los dos sistemas extremos (el nacionalista y el internacionalista), pero resulta inadecuadamente simplificador y algo confuso al estudiar el mixto. Por eso, comenzaremos con los dos primeros y, posteriormente, efectuaremos el análisis crítico del tercero.

En un sistema monetario internacionalista, en el que por ejemplo todos los países sólo utilizan como medio de pago monedas de oro, el cambio en la demanda internacional de cualquier industria da lugar a una reajuste de precios y a una redistribución del oro entre los países implicados y, en última instancia, a una modificación de los patrones internacionales de producción. Por ejemplo, si algún ciudadano del país A reduce sus compras a otros empresarios de A para aumentar sus importaciones desde el país B (o si algún ciudadano de B cancela sus importaciones desde A para pasar a comprar a empresarios de B), aquel empresario radicado en A verá reducir sus ingresos y el empresario radicado en B los verá incrementar. A resultas de esta redistribución internacional de ingresos, el país A (ha perdido ingresos) tendrá o bien que reducir sus importaciones desde B o bien renunciar a parte de su consumo interno para, rebajando los precios, incrementar sus exportaciones hacia B; asimismo, y como contrapartida, el país B (ha ganado ingresos) terminará o bien incrementando su consumo interno a costa de subir sus precios internos y exportar menos a A o bien importará más mercancías desde A (gracias a la restricción del consumo interno de A para exportar a B). Obviamente, los cambios en los precios y en las rentas de A y B no se limitarán a los empresarios que han ganado o que han perdido demanda internacional: en principio, todos aquellos agentes económicos cuyas rentas dependieran de algún modo de estos empresarios (trabajadores, comerciantes que venden a los trabajadores, proveedores, proveedores de los proveedores, etc.) se verán afectados en diversos grados e intensidades. Lo único que podemos concluir es que, una vez se complete el reajuste de precios y rentas, el país A en su conjunto deberá reducir sus compras (o aumentar sus ventas) a B y el país B

tendrá que reducir sus ventas (o incrementar sus compras) a A. Por lo demás, el circuito de precios y rentas que se modifican a raíz de este cambio en la demanda internacional de una industria puede ser muy variado: tan es así, que podría suceder que el mayor número de caídas de precios se produjeran en aquella economía que en su conjunto gana demanda internacional (si, por ejemplo, el empresario que pierde demanda en A adquiría todos sus factores productivos en B).

Lo importante del proceso de reajuste anterior es darse cuenta de que los cambios en la demanda internacional de un producto dan lugar a modificaciones de precios y rentas en ambas economías *partiendo de las industrias que ganan o pierden demanda*. No se produce un cambio generalizado o arbitrario de todos los precios y rentas, sino sólo de aquellos más o menos afectados por los cambios de la demanda. Y, a su vez, esos cambios localizados en rentas y precios relativos son los que determinan los cambios en los patrones globales de producción. Si cabe hablar en propiedad de una división internacional del trabajo es porque los precios relativos de las distintas líneas productivas –que son los que determinan sus rentabilidades relativas y, por tanto, los que condicionan los flujos de inversión– dependen exclusivamente de su demanda internacional. Y ello es así gracias a que, cuando tiene lugar un cambio en la demanda internacional de una industria, se produce a lo largo y ancho de toda la economía mundial una redistribución de saldos de caja entre los agentes económicos implicados *con independencia de la localización de esos agentes económicos*: "El punto relevante es que aquellas rentas y precios que deban modificarse como consecuencia del cambio inicial [en la demanda] dependerá de si, y en qué grado, el valor de un factor productivo o de un servicio deriva del cambio concreto de demanda que ha tenido lugar y no de si ese factor o servicio se halla dentro o fuera de una misma área monetaria".

Contrastemos ahora este proceso con el que acaece cuando el cambio en la demanda internacional de un producto tiene lugar dentro de un sistema monetario nacionalista, por ejemplo, dentro de un sistema de monedas fiduciarias con tipos de cambio flexibles. En un sistema monetario internacionalista, el país que pierde demanda internacional debe sufrir una salida de oro que dé lugar a un reajuste interno de precios y rentas de las distintas industria afectadas; en uno de tipos flexibles, la consecuencia será una depreciación del tipo de cambio de su divisa (en lugar de ver reducida la cantidad de dinero que manejan sus agentes económicos, el valor internacional de esa cantidad dada de dinero se reducirá). El efecto de esta depreciación de la divisa será, como ya hemos comentado, una tendencia a que se reduzcan las importaciones para incrementar el consumo interno y a que aumenten las exportaciones. Durante un tiempo, pues, la depreciación generará un auge en la industria nacional –que venderá más o bien a los nacionales o bien a los extranjeros– que se traducirá en un aumento de casi todos los precios internos y que concluirá cuando, inevitablemente, los costes internos también repunten. Decimos que el aumento será en casi todos los precios internos porque aquellas industrias que hayan visto desaparecer su demanda internacional sufrirán una reducción neta de la demanda y, por tanto, una caída o estancamiento de precios (a efectos prácticos, también sirve que sus precios aumenten mucho menos que los del resto de la economía).Si nos fijamos, al abortar la salida de dinero del país, el tipo de ajustes que confronta esa economía se ve modificado. En lugar de reducirse los precios y rentas de aquellas industrias que han visto caer su demanda internacional, lo que sucede es que todos los restantes precios y rentas de la economía aumentan en relación con los de esas industrias: "El resultado último de una depreciación sólo puede ser que, en lugar de que caigan en toda su extensión los precios y las rentas de la industria originalmente afectada, muchos otros precios y rentas tendrán que aumentar para restablecer la proporción adecuada entre las condiciones de costes y el volumen relativo de producción que ahora se necesita".

A su vez, el país que gana demanda internacional sufrirá un proceso inverso. En lugar de ver incrementadas sus tenencias de dinero, el tipo de cambio de su divisa se apreciará. Esto provocará, a su vez, una caída de sus exportaciones y un aumento de sus importaciones, lo que se traducirá en una disminución de ingresos, de precios y de rentas en toda su economía… salvo en aquellas industrias que hayan ganado demanda internacional. De nuevo, el mecanismo de ajuste se modifica con respecto al que tendría lugar bajo un patrón monetario internacionalista: en lugar de aumentar los precios y las rentas de la industria que gana demanda internacional, se reducen todos los demás precios y rentas internos en relación con los de esas industrias. En este caso, sin embargo, Hayek matiza que lo esperable será que el banco central del país que confronta una deflación interna se vea incentivado a evitar la caída de precios generando inflación, fomentando un círculo vicioso inflacionista de carácter internacional (pues en el país que había perdido demanda internacional y que ya confrontaba un incremento de precios, las exportaciones todavía aumentarán más y las importaciones todavía se reducirán más, toda vez que los productos de su país vecino se vuelven menos competitivos en precio).

En definitiva, los procesos de apreciación y depreciación de la divisa alumbran patrones de gasto muy distintos a los que se reproducen en un sistema monetario internacionalista, lo que implica que los ajustes en los precios relativos y en los patrones de producción también serán por necesidad muy distintos:

La fluctuación de los tipos de cambio generará una redistribución del poder adquisitivo en el país, pero una redistribución que no se basa en un cambio en su situación subyacente real. Habrá un estímulo temporal para que algunas industrias se expandan, aunque sin la base que vuelva sostenible ese aumento de la producción. Dicho de otro modo, no asistiremos ante cambios en las decisiones individuales de gasto y en los precios particulares que nos trasladen desde el antiguo equilibrio hasta el nuevo equilibrio. Al contrario, el mantener constante la cantidad de dinero dentro de una región o de un país, cuando de haber estado en un sistema monetario internacionalista la habrían visto minorar, acarrea efectos que esencialmente son inflacionistas, mientras que mantenerla constante cuando debería haber aumentado tiene consecuencias parecidas a las de una deflación.

Los tipos de cambio flexibles evitan un intenso reajuste en las industrias que han perdido demanda internacional (y que son, en consecuencia, las que deberían reajustarse) a costa de, por un lado, generar un boom a corto plazo y reversible en el resto de industrias nacionales y, por otro, hundir en una depresión a corto plazo y reversible a las industrias extranjeras. Es una forma de diluir entre todos los agentes económicos las pérdidas que deberían estar concentradas en aquellos modelos de negocio que se han vuelto obsoletos; esto es, es una forma de socializar internamente y de externalizar al extranjero la mayor parte de las pérdidas que deberían ser absorbidas enteramente por las industrias nacionales obsoletas, merced a la redistribución de los patrones productivos que se derivan de la manipulación del tipo de cambio y de los precios relativos de ambos sistemas económicos. Una forma, pues, de que paguen justos eficientes por pecadores ineficientes. Quizá este extremo lo expresó todavía con más claridad que Hayek el economista estadounidense Benjamín Anderson en su artículo *Patrón oro frente a moneda administrada*(1925)*:*

Cuando se demuestra que no hay mercado para ciertas industrias y los precios comienzan a caer, es posible sostener nominalmente los precios y los créditos mediante una bajada del tipo de cambio, lo que posibilita que la totalidad del país apueste a favor de una eventual mejora en los mercados internacionales, con la esperanza de que se manifieste una recuperación en el cambio si dicha mejora se produce. Un país puede seguir esta senda durante un prolongado período de tiempo, soportando el estancamiento económico y engañándose a sí mismo sobre la no necesidad de reajustes interiores.

Comparados los dos casos extremos –el patrón monetario internacionalista y el patrón nacionalista– podemos proceder a reflexionar brevemente sobre el sistema mixto que también describe Hayek, es decir, aquel donde la moneda-dinero es internacional, pero la moneda-crédito regular es nacional. La diferencia fundamental con el sistema puramente internacionalista es que, en este caso, parte de los medios de pago del país vienen constituidos por una superestructura de crédito bancario erigida sobre la exigua base que suponen unas pequeñas reservas de dinero internacional (por ejemplo, el oro). En este escenario, cuando una industria pierde demanda internacional, parte de las reservas de oro de esa economía se tendrán que transferir al extranjero, provocando, a su vez, una contracción de la superestructura de crédito nacional edificada sobre esa estrecha base. Como expone Hayek:

[El banco central] no puede, sin poner en peligro sus reservas, convertir libremente todos sus pasivos en oro para atender los pagos internacionales. Para evitar el agotamiento de sus reservas, deberá acelerar el proceso por el que los pagos de A a B se reducen o los pagos de B a A se incrementan. Y la única forma de lograrlo con rapidez y eficacia es ejercer presión general e indiscriminada sobre sus prestatarios para que devuelvan los fondos". El problema que ve Hayek en este proceso aparentemente similar al que tendría lugar con un patrón internacionalista es que, debido a la restricción indiscriminada de crédito que acomete el sistema bancario, la identidad de quienes verán reducidas sus rentas no coincidirá con la de aquellos que las habrían visto reducir en un patrón internacionalista: "El punto importante en este caso es que la gente que tenga que reducir sus gastos para completar el reajuste no será necesariamente la misma gente que en última instancia lo hubiese tenido que hacer con un sistema monetario homogéneo a escala internacional, de modo que el equilibrio alcanzado será necesariamente precario. En concreto, dado que los créditos bancarios van dirigidos, en su mayor parte, a financiar inversiones, el peso del ajuste derivado de la reducción de ingresos monetarios recaerá sobre la actividad inversora (…) Será inevitable que los tipos de interés aumentan con independencia de si las condiciones reales subyacentes han modificado la rentabilidad de las inversiones o la tasa de ahorro de un modo que justifique ese incremento.

Como vemos, la otra parte de los efectos de este sistema mixto serán análogos a los de un patrón nacionalista: el ajuste se diluirá entre quienes no deberían verse afectados por él.

En el fondo, Hayek sólo está criticando las consecuencias depresivas que acarrea el colapso del crédito de una banca que practica la reserva fraccionaria (que crea crédito nacional con

una insuficiente base de reservas internacionales). Precisamente, en la siguiente y última lección analizaremos las distintas teorías que critican o justifican la banca con reserva fraccionaria. De momento, sin embargo, es necesario efectuar una distinción: como ya vimos en las lecciones 7 y 8, no toda banca que genere pasivos a la vista monetizando activos distintos del oro es necesariamente una banca que esté expandiendo artificial e insosteniblemente el crédito; en concreto, si la banca monetiza créditos autoliquidables, el sistema monetario podrá funcionar con solidez y flexibilidad. Con todo, sí es bastante frecuente que mucha banca utilice la reserva fraccionaria (aunque no sólo la reserva fraccionaria) para implementar prácticas imprudentes derivadas de no someterse a la regla de oro estudiada en la lección 8. Hayek, por tanto, confunde innecesariamente un sistema monetario internacionalista con un sistema monetario donde la banca guarda unos reservas del 100% en forma de dinero internacional.

En realidad, sin embargo, nada impide que un sistema monetario sea internacionalista limitándose a descontar créditos autoliquidables contra centros de pago nacionales o extranjeros. Al inicio de esta lección, de hecho, estudiamos a través de George Joachim Goschen cómo funcionaba un sistema monetario tan internacionalista como el patrón oro decimonónico: utilizando como línea secundaria de reservas bancarias los créditos líquidos contra centros de pago nacionales o extranjeros. Así, en caso de que se produzca una necesidad de transferir oro de un país a otro y el banco no cuente con suficientes reservas de este metal, lo que sucederá es que los bancos endosarán a sus acreedores extranjeros créditos autoliquidables (letras de cambio, por ejemplo) o bien pagaderos en el extranjero o incluso pagaderos en la plaza nacional. De hecho, Hayek pronostica que esas transferencias acarrearán subidas en los tipos de interés internos que restringirán la inversión, pero eso sólo será cierto cuando los bancos se dediquen, no ya a la reserva fraccionaria, sino a descalzar plazos para financiar sus préstamos a largo plazo con el crédito que reciben a corto plazo (y precisamente porque ese crédito que reciben a corto se extingue, se ven forzados a elevar sus tipos a largo). Una banca que se limitara a descontar créditos autoliquidables sólo experimentaría subidas temporales en los tipos de interés a muy corto plazo, cuyo cometido sería, precisamente, el de incentivar a los acreedores internacionales a esperar unos días o semanas hasta que, por la propia dinámica de las relaciones comerciales habituales, la banca extranjera tenga que efectuar pagos en oro a la banca nacional, pudiéndose entonces compensar ambas posiciones acreedoras y deudoras sin necesidad de desplazar físicamente el oro. En todo caso, las fuentes de financiación a largo plazo no se verían perturbadas (porque no se financiaría crédito a largo con la creación de pasivos a corto del sistema bancario) y, por tanto, tampoco lo harían ni los tipos de interés a largo plazo ni tampoco la inversión. Todo lo cual significa que un sistema monetario basado en el patrón oro y en el descuento bancario de créditos autoliquidables es un sistema tan internacionalista como uno donde sólo se utilice la moneda metálica; habrá que restringir la categoría de sistema mixto a aquél donde la banca incumple la regla de oro y, por tanto, subordina la sostenibilidad de buena parte de los medios de pago internos que ha creado a que no se produzcan súbitas transferencias de oro hacia el exterior.

Un caso particular de este sistema mixto, particularmente importante en el s. XX, es aquel en el que los sistemas bancarios de todo el mundo utilizan como activo de reserva internacional los pasivos de un determinado banco central (por ejemplo, lo que sucedía durante Bretton Woods y también lo que en gran parte ha seguido pasando con el dólar a partir de 1973). Las consecuencias de este sistema mixto fueron analizadas por el economista francés Jacques Rueff en su libro *El pecado monetario de Occidente* (1971): el banco central cuyos pasivos se utilizan como reserva internacional ve extremadamente incrementadas sus capacidades para expandir el crédito, lo que a su vez le permite al país que utilice sus pasivos como medio de pago mantener unos elevados déficits exteriores que habrían sido liquidados

rápidamente en un patrón monetario internacionalista. En cierto modo, semejante país convierte a la divisa de su banco central en parte de sus exportaciones, tal como les sucedía a aquellos países con amplias minas de oro que se dedicaban a exportar este metal al resto del mundo: "El patrón divisa-oro ha traído una enorme revolución de la mano del déficit sin sacrificios. Ha permitido que aquellos países que cuenten con una divisa con reconocimiento internacional puedan dar sin tomar, prestar sin pedir prestado y comprar sin pagar. El descubrimiento de este secreto ha modificado profundamente la psicología de las naciones, favoreciendo que aquellas que cuenten con una divisa boomerang puedan despreocuparse de las consecuencias internas que hubiese acarreado un déficit en el patrón oro". Existe, con todo, una muy importante diferencia entre el país que exporta los pasivos del banco central y el país que exporta su producción minera: los pasivos del banco central son *pasivos*, esto es, deudas contra la economía nacional cuyo pago puede exigirse en algún momento (en realidad, pues, sólo se difiere el pago de las importaciones); en cambio, el oro no es el pasivo de ningún agente económico (de modo que el pago de las importaciones se salda definitivamente). En suma, un sistema monetario mixto multiplica las posibilidades de expansión crediticia nacional hasta que los sistemas bancarios nacionales comienzan a perder parte de sus reservas y necesitan proceder a contraer (también de manera multiplicada) el crédito; el único sistema financiero capaz de librarse de esta operativa es aquel cuyos pasivos se utilizan como reserva internacional, pero sólo se librará mientras los tenedores extranjeros de esos pasivos no quieran cobrarlos en oro (si son moneda-crédito regular) o en bienes y activos nacionales (si son moneda-crédito irregular): en el primer caso se vivirá una intensa deflación y en el segundo una intensa inflación.

En cualquier caso, dejando de lado esta confusión final por parte de Hayek, la cuestión fundamental que plantea el economista austriaco en su libro es que debemos optar o por un sistema económico orientado a la cooperación y a la coordinación internacional (para lo cual necesitaremos un patrón monetario internacionalista) o por uno orientado a la socialización interna de pérdidas y a la rapiña ventajista del resto de países mediante la dislocación de la división internacional del trabajo en beneficio de aquellos negocios nacionales que deberían reajustarse. En el fondo, pues, lo que describen Hayek y Keynes en relación con la división internacional del trabajo no es distinto a lo que cada uno de ellos planteaba en relación con la división nacional del trabajo: o ambicionamos un sistema orientado a la economización de recursos y a la creación de riqueza mediante el despliegue de las estructuras productivas y financieras adecuadas (Hayek) o uno que se desentienda de la economización de recursos y de la creación de riqueza por cuanto su única obsesión sea lograr que todos los factores productivos estén ocupados en algo, aun a costa de desplegar estructuras productivas y financieras que no se dirijan a satisfacer las necesidades de los individuos (Keynes). Lo primero, en su manifestación exterior, se consigue con un sistema monetario internacionalista; lo segundo, con uno nacionalista.

El propio Friedman, en su artículo antes mencionado, también se dio cuenta de esta disyuntiva entre un orden internacional cooperativo y libre basado en tipos de cambio fijos y en ajustes internos de precios relativos frente a uno disruptivo e intervenido basado en tipos de cambio flexibles. En palabras de Friedman:

El ajuste a través de precios y rentas internos fue tolerable en el siglo XIX debido a que los grandes países occidentales estaban mucho más preocupados por mantener las libertades frente al Gobierno y el comercio libre y desregulado con el exterior frente a la estabilidad interna, de modo que estaban dispuestos a someter su política económica a los requisitos de los tipos de cambio fijos y a la libre convertibilidad de la divisa. Asimismo,

esta escala de valores otorgaba a los tenedores de divisa la confianza en que el sistema se mantendría en funcionamiento y, por tanto, permitía que los inversores modificaran la composición de su cartera de divisas ante pequeños cambios en los tipos de interés. Además, el énfasis en la libertad personal frente a la intervención estatal también reducía el margen para la gestión interna de la moneda y, por tanto, también significaba que la mayoría de cambios en el comercio internacional reflejaban cambios en las condiciones subyacentes de carácter real o monetario (como los descubrimientos de oro, que afectaban más o menos a todas las naciones). Las condiciones de las economías modernas, en las que todas las partes colocan el énfasis en el pleno empleo interno y en una extensiva intervención de los gobiernos en los asuntos económicos, son claramente muy distintas y desfavorables para el ajuste vía precios internos.

Lo que resulta verdaderamente llamativo es que, planteando así los términos, el propio Friedman escogiera el segundo sistema.

Conclusión

Como hemos podido comprobar a lo largo de esta sección, los tipos de cambio cuando existe un dinero verdaderamente internacional sólo tienden a reflejar el coste de movilizar el efectivo para saldar posiciones deudoras netas de los agentes económicos. En el patrón oro clásico, los tipos de cambio orbitaban alrededor de las paridades en oro de las distintas divisas adoptando como valores mínimos el punto de exportación del oro y como valores máximos el punto de importación del oro. En realidad, lo que sucedía era algo muy sencillo: todos los territorios utilizaban el mismo dinero (el oro) que recibía denominaciones diferentes según el área geográfica. Gracias a esa unión monetaria, la división del trabajo ampliarse establemente a todo el planeta y el capital fluía con libertad de un territorio a otro buscando las mayores tasas de retorno.

Semejante sistema, sin embargo, exigía que las crisis localizadas en industrias nacionales fueran enteramente padecidas por esas industrias nacionales, sin posibilidad de reinflar la demanda sustitutiva de otras industrias nacionales arrebatándosela a los países vecinos merced a un cambio en todos los precios relativos de esa zona geográfico con respecto a los del resto del mundo. Esta tentadora estrategia populista, la maximización del gasto nacional para mantener el pleno empleo interno a costa de abandonar o trastocar la división internacional del trabajo mediante la manipulación monetaria, es lo que Hayek denominó nacionalismo monetario. En el fondo, no es nada demasiado distinto a responder a una crisis incrementando los aranceles exteriores (reconducir gasto hacia el interior del país bloqueando las opciones foráneas): en ambos casos se trata de buscar alteraciones a la división internacional del trabajo por motivos políticos y no económicos.

Hayek, interesado como siempre estuvo en extender la cooperación pacífica del ser humano a los mayores ámbitos posibles, renegó de ese nacionalismo monetario y abrazó un patrón dinerario internacionalista. Keynes, en cambio, se dejó seducir durante la Gran Depresión por los tipos de cambio flexibles y por las devaluaciones competitivas que permitían sufragar políticas expansivas del gasto en el interior de cada unidad política nacional. Desde la ruptura de Bretton Woods, el mundo se sumió en una era de tipos de cambio flexibles parcial y torpemente corregidos con los llamados *currency boards* o con las áreas monetarias comunes (como el euro). Sin embargo, estos experimentos localizados de tipos de cambio fijos se encuentran dentro de un océano de tipos de cambio flexibles y, sobre todo, son tipos de

cambio fijos entre monedas fiduciarias, lo que al final impide la sana regulación del crédito bancario internacional, como ya tuvimos ocasión de exponer en la lección 7.

En el mundo, pues, se ha generalizado un sistema de tipos de cambio flexibles como el propugnado por Milton Friedman y criticado con tanta dureza como acierto por Ragnar Nurkse y Paul Einzig. Friedman observa los tipos de cambio flexibles como la quintaesencia del mercado libre por cuanto son los propios inversores y especuladores quienes determinan en cada momento el valor de la unidad monetaria. El problema es que, precisamente por haber convertido a la moneda fiduciaria en piedra angular del sistema monetario internacional, nos encontramos con un medio de pago de valor indeterminado, y sometido a los vaivenes estratégicos de la especulación en divisas. Es decir, una moneda de valor internacional potencialmente muy inestable que socava cualquier seguridad acerca del valor que a largo plazo mantendrá el capital nacional inmovilizado en el extranjero. La división internacional del trabajo no sólo es susceptible de ser manipulada ante depreciaciones o apreciaciones estratégicas ante una crisis de demanda, sino que puede trastocarse por la propia dinámica del proceso especulativo de búsqueda de un valor de la divisa que simplemente no existe.

En definitiva, los tipos de cambio flexibles no sólo son un artificio para socializar y externalizar las pérdidas que deberían estar concentradas en quienes han malinvertido su capital, sino que son un elemento de continua desestabilización de los flujos internacionales de carácter comercial y de inversión. Lejos de corregir los desequilibrios internos de un país evitando el recurso al mucho más lento reajuste de los precios y de las rentas internos, los tipos flexibles generarán auges (o depresiones) transitorios y reversibles en ciertas industrias que enmascararán la necesidad y conveniencia de reorganizaciones de mayor amplitud.

Un sistema económico que busque extender la división del trabajo a escala internacional y que pretenda favorecer la acumulación de capital en proyectos de inversión a muy largo plazo necesita de un patrón monetario internacionalista –no ya tipos de cambio fijos entre divisas, sino una misma divisa global– que, si además buscamos que regule adecuadamente el crédito y no genere burbujas financieras, deberá ser el dinero más líquido que exista en el mercado (por ejemplo el oro). Los tipos de cambio flexibles en un sistema de papel moneda inconvertible son sólo la receta para recurrir a tretas inflacionistas con tal de estimular el gasto interno a costa de romper la división internacional del trabajo y de erosionar la acumulación de capital a largo plazo.